



Vaasan yliopisto  
UNIVERSITY OF VAASA

Ukkonen Eveliina

## **Joukkorahoitus ja sijoittajansuoja**

Laskentatoimen ja rahoituksen yksikkö

Talousoikeuden pro gradu -tutkielma

Talousoikeuden maisteriohjelma

Vaasa 2020

---

**VAASAN YLIOPISTO****Laskentatoimen ja rahoituksen yksikkö**

<b>Tekijä:</b>	Ukkonen Eveliina		
<b>Tutkielman nimi:</b>	Joukkorahoitus ja sijoittajansuoja		
<b>Tutkinto:</b>	Kauppätieteiden maisteri		
<b>Oppiaine:</b>	Talousoikeus		
<b>Työn ohjaaja:</b>	Vesa Annola		
<b>Valmistumisvuosi:</b>	2020	<b>Sivumäärä:</b>	99

**TIIVISTELMÄ:**

Vuoden 2008 finanssikriisin ja digitalisaation myötä suosiotaan kasvattaneella joukkorahoituksella tarkoitetaan rahoituksen hankintaa, jossa yritys pyrkii hankkimaan toiminnalleen rahoitusta esittämällä julkisen sijoituspyynnön suurelle yleisöjoukolle internetin välityksellä. Joukkorahoittamisen voidaan katsoa olevan uudenlainen yritysrahoittamisen muoto, jossa tavoiteltu rahoitussumma kerätään yhteen sijoittajien sijoittamista yksittäissijoituksista. Nämä yksittäissijoitukset ovat määrällisesti usein hyvin pieniä, mutta yhdessä ne muodostavat suuremman rahoitussumman. Viimeisen kymmenen vuoden aikana joukkorahoitus on noussut myös Suomessa merkittäväksi kasvuyritysten varainhankintakeinoksi, minkä johdosta joukkorahoitukselle asetettiin oma erillislakinsa vuonna 2016. Tämä joukkorahoituslaki säätelee vain laina- ja sijoitusmuotoista joukkorahoitusta, jättäen sen soveltamisalueen ulkopuolelle vastikkeettoman joukkorahoituksen.

Joukkorahoituksen oikeustila on muuttunut merkittävästi vuonna 2018 voimaan tulleen MiFID II -direktiivin vaikutuksesta. MiFID II:n muutokset sijoituspalvelulain säännöksiin ovat vaikuttaneet muuttaneet myös joukkorahoituslain sisältöä, kun sijoitusmuotoista joukkorahoitusta välittäviltä vaaditaan nykyisen lainsäädännön puitteissa Finanssivalvonnan myöntämä toimilupa. Vaikka MiFID II:n säännösten mukaisten muutosten tarkoituksena on ollut sijoittajansuojan parantaminen, ovat joukkorahoituslaissa koetut muutokset aiheuttaneet kritiikkiä luomansa epäselvän ja sijoittajansuojan kannalta hankalan oikeustilan johdosta. Lakimuutosten johdosta joukkorahoituksen välittäminen on nykyisin toteutettavissa kolmessa eri toimintamuodossa, muodostaen joukkorahoituksen välittämisen ympärille ns. kolmitasoisen järjestelmän. Tämän kolmitasoisin järjestelmän sisällä välittäjien velvollisuus sijoittajansuojaksi asetettujen säännösten noudattamiselle vaihtelee merkittävästi, mistä johtuen MiFID II -direktiivin tuomia lakimuutoksia on kritisoitu joukkorahoituksen osalta laajasti.

Koska sijoittajat ovat selkeästi muita joukkorahoituksen osapuolia heikommassa asemassa, ja joukkorahoituksen saajina toimii usein suuren riskin omaavia kasvuyrityksiä, on sijoittajien suojaaminen ollut joukkorahoitusta koskevan lainsäädännön säätämisen keskiössä aina alkuperäisen joukkorahoituslain säätämishetkestä lähtien. Tämän tutkielman tarkoituksena on arvioida sitä, miten sijoittajansuoja joukkorahoituksessa toteutuu, ja millaisin lainsäädännöllisin keinoin tämän saavuttaminen on toteutettu. Joukkorahoituslaissa sijoittajansuoja rakentuu pitkälti joukkorahoituksen välittäjien tiedonantovelvollisuuden ja erillisten menettelytapasäännösten pohjalta, mistä johtuen näiden analysointi on asetettu tutkielman tarkastelun keskiöön. Tämän lisäksi sen ymmärtämiseksi, miksi joukkorahoituksen sijoittajia tulee turvata, analysoi tutkielma joukkorahoituksen riskejä ja niiden yhteyttä joukkorahoituslain mukaisiin sijoittajansuojasäännöksiin. Tutkielman tarkoituksena on lisäksi arvioida kriittisesti joukkorahoituslain tuoreimpia muutoksia ja sitä, miten MiFID II -direktiivi on vaikuttanut joukkorahoituslakiin, ja millaisia vaikutuksia näillä muutoksilla on sijoittajansuojan kannalta mahdollisesti ollut.

---

**AVAINSANAT:** joukkorahoitus, joukkorahoituslaki, MiFID II, sijoittajansuoja

## Sisällys

Sisällys	3
1 Johdanto	7
1.1 Tutkimusaiheen kuvaus ja ajankohtaisuus	7
1.2 Tutkimustehtävä, tutkielman tavoite ja käytetyt lähteet	11
1.3 Tutkimusmetodi	13
2 Mitä joukkorahoitus on?	15
2.1 Joukkorahoitusprosessi ja sen osapuolet yleisesti	15
2.2 Joukkorahoituksen muodot	18
2.2.1 Vastikkeeton ja vastikkeellinen joukkorahoitus	18
2.2.2 Lainamuotoinen joukkorahoitus	19
2.2.3 Sijoitusmuotoinen joukkorahoitus	21
2.3 Joukkorahoituksen välittäjät ja näiden rooli joukkorahoitusprosessissa	24
2.3.1 Joukkorahoituslain mukainen määritelmä välittäjille	24
2.3.2 Joukkorahoituslustoat ja niiden toimintalogiikka	27
2.3.3 Joukkorahoituksen välittäminen vaihtoehtoisilla keinoilla	30
3 Joukkorahoituksen riskit	33
3.1 Taustaa	33
3.2 Tappioriski	35
3.3 Petosriski	36
3.4 Palvelualustariski	38
3.5 Likviditeettiriski	41
3.6 Informaatoriski	44
3.7 Muut sijoittajaa uhkaavat riskit	47
4 Joukkorahoituksen oikeudellinen sääntely ja suhde sijoittajansuojaan	50
4.1 Sijoittajansuojan toteutuminen lainsäädännössä	50
4.2 MiFID I -direktiivi joukkorahoituslain taustalla	53

4.3	MiFID II -direktiivin vaikutus joukkorahoituslakiin	54
4.3.1	Toimilupavaatimuksen asettaminen osana MiFID II :n täytäntöönpanoa	57
4.3.2	Direktiivin implementoinnista syntynyt kritiikki	61
4.3.3	MiFID II:n merkitys sijoittajansuojan näkökulmasta	62
5	Joukkorahoituslaki ja sijoittajansuoja	69
5.1	Joukkorahoituksen välittäjien velvollisuuksista yleisesti	69
5.1.1.	Hyvä joukkorahoitustapa	70
5.1.2	Eturistiriitatilanteiden hallinta	72
5.1.3	Asiakastietojen hankinta välittäjien velvollisuutena	74
5.2	Välittäjän tiedonantovelvollisuus	75
5.3	Asiakasvarojen hallinta joukkorahoituksessa	80
5.4	Muut sijoittajansuojan kannalta tärkeät velvoitteet	83
6	Johtopäätökset ja pohdintaa	85
	Lähteet	91

**Taulukot**

Taulukko 1. Joukkorahoituksen välittäjien velvollisuudet

64

**Lyhenteet**

AML	Arvopaperimarkkinalaki 746/2012
EU	Euroopan unioni
Fiva	Finanssivalvonta
JRL	Joukkorahoituslaki 734/2016
MiFID	Markets in Financial Instruments Directive
SipaL	Sijoituspalvelulaki 747/2012
VMA	Valtiovarainministeriön asetus joukkorahoituksen saajan tiedonanto- velvollisuuden sisällöstä ja rakenteesta 1045/2016

# 1 Johdanto

## 1.1 Tutkimusaiheen kuvaus ja ajankohtaisuus

Joukkorahoittamisella voidaan käsitteenä viitata sellaiseen toimintaan, jossa yritys pyrkii toimintansa tai yksittäisen projektin rahoittamiseen keräämällä tarvitsemansa rahoitussumman pienempinä yksittäissijoituksina suurelta ihmisjoukolta. Asetettu rahoitustavoite pyritään siis saavuttamaan keräämällä yhteen useita määrällisesti pienempiä sijoituksia, jotka yhdessä muodostavat tavoitteena olleen rahoituksen.<sup>1</sup> Joukkorahoituksessa sijoitukset kerätään pääsääntöisesti internet-pohjaisten palvelualustojen kautta, joissa joukkorahoituksen välittäjänä toimivan palvelunvälittäjän roolina on tarjota markkinapaikka sijoittajien ja rahoitusta hakevien yritysten välille. Palvelualustojen tehtävänä on saattaa yhteen potentiaaliset sijoittajat ja rahoituksen hakijat, sekä mahdollistaa näiden osapuolten itsenäinen toiminta joukkorahoituksen hankkimiseksi.<sup>2</sup>

Joukkorahoittaminen organisaatioiden toiminnan uudenaikaisena rahoituskeinona on yleistynyt eksponentiaalisesti kasvaen viime vuosien aikana. Tämän nykyään jo vakiintuneen yritysrahoitusmuodon nopean yleistymisen taustalla on havaittu olevan kaksi merkittävää päätekijää: digitalisaatio ja koko maailmantalouteen rajusti vuonna 2008 iskenyt finanssikriisi. Rahoitusmarkkinoiden ajautuessa poikkeustilaan vuonna 2008, tuli rahoitus- ja luottolaitosten astua kohti tiukkalinjaisempia vakavaraisuus- ja maksukykyisyysvaatimuksia, mikä puolestaan johti rahoituksen tavoitettavuuden hankaloitumiseen yritysten näkökulmasta katsoen.<sup>3</sup> Rahoituksen saaminen oli aiempaa hankalampaa ja sen ehdot entistä kireämpiä. Vakuusehtojen tiukentuminen, rahoitusmarkkinoiden vähäinen likviditeetti, korkomarginaalien jyrkkä kasvu ja sijoittajien yleinen voimakas tahto riskien karttamiseen kriisin alla johtivat kaikki siihen, että rahoituksen saanti perinteisiksi katsottavien keinoin hankaloitui. Suomi ei säästynyt kriisin negatiivisilta vaikutuksilta, vaan rahoitusmarkkinoiden kriisiytynyt tilanne heijastui lopulta globaalin

---

<sup>1</sup> Belleflamme, Lambert & Schvienbacher 2014: 585–586

<sup>2</sup> HE 46/2016 vp: 5

<sup>3</sup> Valtiovarainministeriö 2015: 6

rahoitusjärjestelmän kautta myös kotimaisille rahoitusmarkkinoille. Vuonna 2008 finanssikriisin jyllätessä rahoitusmarkkinoita toden teolla, ajautuivat luonnollisesti myös suomalaiset luottolaitokset tilanteeseen, jossa niiden luottotappiot kasvoivat kohtuuttomasti ja tulos heikentyi. Näihin negatiivisiin vaikutuksiin, ja sitä myötä kasvaneeseen riskiin pankit vastasivat suoraan kansainvälisten luottolaitosten tapaan kiristämällä pankkirahoituksen saantia sen ehtoja, ja hintaa tiukentamalla.<sup>4</sup>

Globaalin finanssikriisin ohella yhtä merkittävä tekijä joukkorahoituksen suosion räjähdysmäiselle kasvulle on ollut internetin käytön yleistyminen. Digitalisaatio on omalta osaltaan avittanut merkittävästi yhä laajempien ihmismassojen samanaikaisen tavoittamisen, ja täten potentiaalisten sijoittajien aiempaa helpomman kontaktoimisen.<sup>5</sup> Teknologisen kehityksen murros on mahdollistanut kuluttajien roolin muovaantumisen yhä aktiivisemmaksi ja osallistuvammaksi, minkä johdosta myös yrityksille on avautunut ai-nutlaatuinen mahdollisuus hyödyntää asiakaskuntaansa täysin uudella tavalla liiketoiminnan tukijana.<sup>6</sup> Joukkorahoittamisen näkökulmasta tarkasteltuna tämä on luonnollisesti johtanut siihen, että kuluttajien merkitys yritysten toiminnan ja projektien rahoittajina on kasvanut. Vaikka yleisesti ottaen joukkorahoitusta on pidettävä korkeariskisenä rahoitusmuotona, on potentiaalisten sijoittajien helpomman ja kustannustehokkaamman tavoitettavuuden lisäksi digitalisaatiolla nähty myös olevan yhteys riskin alenemiseen, kun internet on mahdollistanut pienehköjen summien jouhevan sijoittamisen verkossa<sup>7</sup>.

Rahoitusmarkkinoiden yleisen tilanteen synkistyessä finanssikriisin aikana ja sen jälkeen, olivat yritykset väistämättä pakotettuja miettimään sitä, kuinka niiden toimintaa voitaisiin rahoittaa perinteisistä keinoista poiketen. Uudenlaisten rahoituskeinojen pohtiminen ja aktiivinen etsiminen oli välttämätöntä, sillä rahoituslaitokset olivat omaa riskiä hallitakseen painostettuja kiristämään perinteisen lainanannon ehtoja.

---

<sup>4</sup> Suomen Pankki 2011: 11–14

<sup>5</sup> Valtiovarainministeriö 2015: 6

<sup>6</sup> Valaja 2015: 14

<sup>7</sup> Agrawal, Catalini & Goldfarb 2013: 6



Rahoituslaitosten lainaehtojen kiristyessä ja lainanannon hankaloituessa vastauksena näille finanssikriisin tuomille rahoitusmarkkinoiden haasteille oli se, että sekä sijoittajille että rahoitusta hakeville yrityksille syntyi keino varojen hankkimiseksi ja sijoittamiseksi. Erityisesti laina- ja sijoitusmuotoinen joukkorahoitus mahdollisti sijoittajille uudenlaisen tuotto-riskisuhteen sisältävät sijoituskohteen hyödyntämisen. Sijoittajien näkökulmasta joukkorahoittaminen olikin täysin innovatiivinen ja uusi tapa tähdätä keskimääräisesti korkeampi riski hyväksyen kohti aiempaa korkeampia tuottoja.<sup>8</sup>

Joukkorahoitukselle ei ollut ennen vuotta 2016 säädetty kansallista tai EU-tasosta lainsäädäntöä, mikä teki sen oikeudellisesta sääntelystä hankalaa. Aikana ennen erillislakia joukkorahoituksen oikeudellinen sääntely tukeutuikin ainoastaan eri kansallisten lakien ja EU-direktiivien sekä -asetusten soveltamiselle parhaalla mahdollisella tavalla. Joukkorahoittaminen on kuitenkin toimintamuotona monimuotoista, sisältäen sellaisia merkityksellisiä erityispiirteitä, joita nämä ennen joukkorahoituksen suosion kasvua säädetyt lait eivät sääntelyllään huomioineet.<sup>9</sup> Uuden erillislain tarve joukkorahoituksen sääntelemiseksi oli täten merkittävä, sillä monimuotoisuutensa vuoksi joukkorahoituksen kokonaisuuden arviointi ja oikeudellinen määrittäminen oli lähes mahdotonta epäselvien lakien puitteissa. Lainsäädännön puutteellisuus, tästä johtuvat toisistaan eriävät viranomaistulkintakannanotot, ja eheiden toimintaohjeiden vaje johtivat lopulta joukkorahoituksen kehityksen hidastumiseen Suomessa, minkä johdosta erillislain säätämisen tarpeen katsottiin olevan huomattava.<sup>10</sup> Erillislain säätämistä pidettiin ratkaisuna joukkorahoituksen ympärillä vallinneiden ongelmien ratkaisemiseksi, sillä lain nähtiin tuovan selvyyttä joukkorahoituksen sääntelyyn, parantaen samalla joukkorahoitusprosessin osapuolten ymmärrystä näille lain mukaan tulevista oikeuksista ja velvollisuuksista. Siinä missä aiemmin eri kansallisten lakien soveltaminen ristikkäin tuotti rajanveto-ongelmia joukkorahoituksen eri lajien erityispiirteiden johdosta, nähtiin joukkorahoituslaki keskeisenä ratkaisuavaimena tämän dilemman ratkaisemiseksi. Rajanveto-ongelman

---

<sup>8</sup> HE 46/2016 vp: 6–7

<sup>9</sup> HE 46/2016 vp: 12

<sup>10</sup> Nylander 2018: 2–3

ratkaisemisen lisäksi hallituksen esityksessä joukkorahoituslaiksi on esitetty, että joukkorahoituslailla pyrittiin ennen kaikkea sijoittajansuojan parantamiseen.<sup>11</sup>

Koska joukkorahoittamisen kohdalla sijoittajat ovat pääsääntöisesti ns. ei-ammattimaisia sijoittajia, korostuu sijoittajien suojaamisen varmistamisen tärkeys siinä merkittävällä tavalla. Vuonna 2016 säädetyssä joukkorahoituslaissa (734/2016) sijoittajansuojan vahvistaminen suhteessa aiempaan lainsäädäntöön toteutui erityisesti joukkorahoitusta välittäville tahoille asetetuissa velvollisuuksissa ja menettelytapavaatimuksissa, mutta alkuperäinen joukkorahoituslaki sisälsi myös joukkorahoituksen saajaosapuolina toimivia yrityksiä sitouttavia velvoitteita, joilla sijoittajansuoja pyrittiin varmistamaan. Joukkorahoituslaki on kuitenkin voimaantulonsa jälkeen kokenut merkittäviäkin muutoksia, joiden säätämisen perusteena on ollut vuonna 2018 voimaanpantu rahoitusmarkkinoita säätelevä, ja joukkorahoituksen sääntelyä tiukentanut MIFID II -direktiivi. Näiden muutosten johdosta joukkorahoitusta, joukkorahoituslakia ja sen säätelyn piirissä toteutuvaa sijoittajansuojaa on syytä arvioida aiempaa tarkemmin.

Tämän pro gradu -tutkielman aiheena on tutkia joukkorahoitusta yritysten uudenlaisena rahoitusmuotona, ja analysoida joukkorahoituslain sisältöä sijoittajansuojan näkökulmasta tarkasteltuna. Joukkorahoituslain sääntelypiiriin ulottuvat joukkorahoituksen muodoista ainoastaan laina- ja sijoitusmuotoinen joukkorahoittaminen, minkä vuoksi myös tämän tutkielman fokus on näiden kahden joukkorahoituslajin käsittelyssä. Tarkoituksenani on tutkia sitä, millaisia muutoksia joukkorahoituslaki on kokenut sen voimaantulon jälkeen, mitä vaikutuksia näillä muutoksilla on ollut erityisesti sijoittajansuojan kannalta ja sitä, miten sijoittajansuoja toteutuu joukkorahoituksessa nykyisen lainsäädännön sääntelyn puitteissa. Joukkorahoituslain lisäksi tutkin sijoittajansuojan toteutumista myös sijoituspalvelulain näkökulmasta, pyrkien saamaan mahdollisimman laajan otannan siitä, kuinka sijoittajia on pyritty suojaamaan heidän osallistuessaan joukkorahoittamiseen. Tutkielmassa käsitelen laajalti myös joukkorahoitukseen liittyviä riskejä,

---

<sup>11</sup> Valtiovarainministeriö 2015: 3–4

niiden ollessa merkittävässä yhteydessä siihen, miksi sijoittajia pyritään ylipäänsä sääntelyn keinoin turvaamaan.

## **1.2 Tutkimustehtävä, tutkielman tavoite ja käytetyt lähteet**

Tässä tutkielmassa tavoitteeni on arvioida sitä, miten sijoittajien suojaaminen on joukkorahoituksessa ensisijaisesti toteutettu, ja miksi sijoittajia on haluttu lainsäädännöllisin keinoin turvata. Tarkasteluni keskittyy pääsääntöisesti ajantasaisen lainsäädännön- ja muun sijoittajansuojaa ylläpitävien säännösten tarkastelulle. Koska joukkorahoituslakiin on tullut merkittäviä sijoittajansuojaan vaikuttavia muutoksia vielä vuoden 2016 jälkeenkin, teen vertailua myös alkuperäisten säännösten sekä tällä hetkellä voimassaolevien säännösten välillä, analysoiden erityisesti MiFID II -direktiivin implementoinnin vaikutuksia sijoittajansuojan kannalta. Tästä johtuen tutkielma antaa vastauksen myös siihen, onko joukkorahoituslain muutoksilla ollut vaikutusta sijoittajansuojaa tukevaan sääntelyyn, ja millaiset vaikutukset näillä muutoksilla on mahdollisesti sijoittajansuoja-näkökulmasta ollut. Tutkielman pääpaino on kansallisen lainsäädännön kehityksen arvioinnissa ja analysoinnissa.

Tutkielma ei yksinomaan keskity vain siihen millaisin keinoin sijoittajansuoja on pyritty varmistamaan joukkorahoituslaissa, vaan pyrin myös mahdollisimman hyvin avaamaan lukijalle sen, mitä joukkorahoituksella tarkoitetaan, ja kuinka se prosessina toteutuu sekä sen, millaisia riskejä siihen liittyy. Siksi tutkielmani keskittyy vahvasti myös joukkorahoituksen käsittelylle uudenlaisena yritysrahoituksen muotona. Koska uusi erillislaki pyrkii sijoittajansuojan parantamiseen asettamalla velvollisuuksia erityisesti joukkorahoituksen välittäjinä toimiville tahoille, pyrin tutkielmassani myös käymään läpi näitä velvoitteita ja niiden kehittymistä suhteessa aiempaan laintilaan. Osa tämän tutkielman tutkimustuloksista pohjautuu vuonna 2017 tekemääni kandidaatin tutkielmaan, jossa tarkoituksenani oli käsitellä joukkorahoituslain välittäjille tuomia juridisia velvollisuuksia suhteessa joukkorahoitusprosessin muihin osapuoliin.

Joukkorahoituslain sääntelypiirin ulottuessa vain laina- ja sijoitusmuotoiseen joukkorahoittamiseen, rajautuu myös tämän tutkielman käsittelylaajuus näihin toimintamuotoihin. Pyrin lyhyesti avaamaan lukijalle kaikkia joukkorahoittamisen toimintamuotoja, mutta kysymys sijoittajansuojan toteutumisesta yltää tässä tutkielmassa ainoastaan laina- ja sijoitusmuotoiseen joukkorahoittamiseen sekä niitä sääntelevään lainsäädäntöön. Tutkielmassani pohdin erityisesti joukkorahoituksen välittäjien ja joukkorahoituksen saajan vastuuta suhteessa sijoittajansuojan toteutumiseen, ja pyrin jatkuvasti selkeään vertailuun joukkorahoituslain alkuperäisten ja ajantasaisten säännösten välillä. Tutkielman aiheen rajaamiseksi on tarpeellista kuitenkin rajata muut joukkorahoituslain asettamistavoitteet käsittelyn ulkopuolelle, keskittyen pääpainoisesti vain tavoitteeseen parantuneesta sijoittajansuojasta. Lisäksi rajaan joukkorahoituslain sisällön käsittelyn vain sijoittajansuojan kannalta olennaisiin lukuihin ja pykäliin.

Tutkimustehtäväni perustuu seuraavien tutkimuskysymysten ympärille:

1. *Miksi sijoittajia halutaan joukkorahoituksessa turvata?*
2. *Miten sijoittajansuoja varmistetaan vallitsevan lainsäädännön sääntelyssä?*
3. *Onko MiFID II -direktiivi vaikuttanut joukkorahoituslain sääntelyyn sijoittajansuoja-näkökulmasta tarkasteltuna?*

Näiden kysymysten pohjalta voidaan sanoa, että tutkimuksen tehtävänä on pyrkiä vastaamaan siihen, miten sijoittajien suojaaminen joukkorahoituksessa toteutuu?

Tässä tutkielmassa pääasiallisina lähteinä toimivat alan kirjallisuus, asiantuntija-artikkelit ja kansallinen lainsäädäntö. Näiden lisäksi hyödynnän tutkielmassani laajalti virallislähteitä, kuten hallituksen esityksiä, lainvalmistelumateriaalia sekä asiantuntija- ja viranomaislausuntoja. Toistaiseksi joukkorahoituksen oikeustieteellinen tutkimus Suomessa on hyvin vähäistä, eikä aiheen tiimoilta ole hyödynnettävissä aiheeseen kuuluvia oikeustapauksia. Joukkorahoitus on saamastaan erillislaisista huolimatta vielä aiheena tuore, minkä johdosta myös lähdeaineiston hankkiminen on haasteellista. Pyrin kuitenkin

oikeustapausten olemattomuudesta huolimatta kansallisten lakien, kirjallisuuden ja kansainvälisten tutkimusten nojalla avaamaan lukijalle mahdollisimman selkeästi sen, mitä joukkorahoittamisella tarkoitetaan, miten se prosessina rakentuu, kuinka sitä säädellään ja ennen kaikkea sen, miten sijoittajansuoja siinä toteutuu juridisten säännösten puitteissa.

### 1.3 Tutkimusmetodi

Tämän tutkielman tavoitteena on tulkita joukkorahoitusta säätelevää lainsäädäntöä ja oikeuslähteitä sen selvittämiseksi, miten sijoittajansuoja toteutuu joukkorahoituksessa nykyisen lainsäädännön puitteissa, ja millaista sääntelyä asettamalla tavoite on pyritty saavuttamaan. Tästä johtuen tutkielmani metodi on oikeusdogmaattinen eli lainopillinen, minkä tehtävänä on tutkia, tulkita ja systematisoida nimenomaan voimassaolevaa oikeutta<sup>12</sup>. Oikeusdogmatiikan ydin muodostuukin systematisoinnista ja tulkinnasta, joka voimassa oleville oikeusnormeille suoritetaan<sup>13</sup>. Vaikka lainopille on tyypillistä yksittäisten oikeusnormien sisällön selvittäminen, keskitytään tässä tutkielmassa yksittäistulkintojen sijaan laajempaan oikeusjärjestyksen kokonaisuuteen. Tarkoitukseni ei siis ole vain kirjata auki yksittäisiä lain pykäläiä, vaan analysoida laajemmin ja syvällisemmin sitä, miten sijoittajansuoja toteutuu nykyisen lainsäädännön puitteissa kokonaisuutena.

Oikeushistorialle on ominaista läheinen yhteys oikeusvertailuun, minkä puitteissa pyritään vertailemaan oikeusjärjestyksiä keskenään<sup>14</sup>. Vaikka tässä tutkielmassa ei ole tavoitteena kotimaisen ja EU-tasoisien oikeusjärjestyksen keskenään vertailu, tulee oikeusvertailu joukkorahoituslain sisällön johdosta osaksi tutkielman metodologiaa. Kuten aiemmin mainittua, joukkorahoituslaki on kokenut muutoksia vuoden 2016 jälkeen mm. MIFID II-direktiivin astuttua voimaan, minkä johdosta joukkorahoituksen kokonaisuuden

---

<sup>12</sup> Hirvonen 2011: 21–22

<sup>13</sup> Husa & Pohjalainen 2014: 37

<sup>14</sup> Husa & Pohjalainen 2014: 37

ymmärtämisen kannalta on tärkeää ottaa kotimaisen sääntelyn lisäksi huomioon myös EU-tasoinen sääntely.

Lainoppi voidaan sen tulkintametodien, eli tulkintaa määrittelevien periaatteidensa puolesta jakaa useampaan eri kokonaisuuteen, joista tämän tutkielman kannalta korostuvat erityisesti *historiallinen tulkinta*, *vertaileva tulkinta* ja *teleologinen tulkinta*. Historiallinen tulkinta lainopin näkökulmasta viittaa sellaiseen tulkintaperiaatteeseen, jossa pyrkimyksenä on selvittää lainsäätäjän tarkoitus. Tämä selvitys tehdään pääsääntöisesti lain esitöitä tarkastellen. Joukkorahoituksen sääntelyn kannalta historiallinen tulkinta on nähtävissä selkeimmin silloin, kun tulkitsemme aiheeseen liittyvää lainvalmistelumateriaalia, kuten hallituksen esityksiä. Näistä käy ilmi selvästi se, mitä motiiveja joukkorahoituslain säätämiseksi on nähty olevan. Vertaileva tulkinta puolestaan viittaa oikeusvertailuun, jossa jo aiemmin mainittuun tapaan vertaillaan keskenään kotimaista ja muunmaan lainsäädäntöä tutkimusaiheen ympäriltä.<sup>15</sup>

Lainopin ohella tutkielman metodi painottuu vahvasti oikeushistoriaan, jonka tarkoituksena on keskittyä lain tutkimisessa historialliseen näkökulmaan. Oikeushistoria pohtii nimellisesti sitä, miksi oikeus on muuttunut ja miten tämä muutos on tapahtunut?<sup>16</sup> Tavoitteenani on sijoittajansuojan tämän hetkisen toteutumisen lisäksi verrata sijoittajansuojan kehittymistä uuden lainsäädännön kehityksen mukaisesti, minkä vuoksi pyrin laajentamaan tutkimusta vertailemalla keskenään joukkorahoituslain alkuperäistä ja nykyistä versiota. Kuten jo mainittua, joukkorahoituslaki säädettiin selkeyttämään joukkorahoituksen oikeudellista sääntelyä, ja yksi sen merkittävimmistä tavoitteista oli parantaa sijoittajansuojaa rahoitusmarkkinoilla. Tästä tavoitteesta johtuen koen tärkeäksi saada käsityksen siitä, miten tämä tavoite sijoittajansuojan mahdollisimman hyvästä tasosta on todellisuudessa toteutettu eri sääntelyä välittäjien velvollisuudeksi asetettaessa.

---

<sup>15</sup> Hirvonen 2011: s. 38–39

<sup>16</sup> Husa & Pohjalainen 2014: 37

## 2 Mitä joukkorahoitus on?

Tämän luvun tarkoituksena on käsitellä joukkorahoituksen perusperiaatteiden ja käsitteiden sisältöä erityisesti joukkorahoituslain näkökulmaa hyödyntäen. Sen ymmärtäminen, mitä joukkorahoittamisella tarkoitetaan, minkä muotoisena sitä voidaan yleisesti harjoittaa, ja millaisia osapuolia siihen prosessina liittyy, on olennainen osa tutkielman kokonaiskuvan hahmottamista ja tutkimuskysymyksiin vastaamista. Jotta ymmärtäisimme paremmin sen, minkä vuoksi joukkorahoituslaki keskittyy voimakkaasti sijoittajien suojaamiselle, on rahoitusprosessin osapuolten roolien, velvollisuuksien ja oikeuksien ymmärtäminen tärkeää.

### 2.1 Joukkorahoitusprosessi ja sen osapuolet yleisesti

Vakiintuneen käsityksen mukaan joukkorahoittamisella viitataan toimintaan, jonka perimmäisenä pyrkimyksenä on markkinoida rahoitettavaa hanketta tai yritystä, ja tätä kautta kerätä sille huomiota ja lisärahoitusta. Joukkorahoitus toteutuu internet-pohjaisen palvelualustan avulla, jossa rahoitusprosessiin osallistuvat osapuolet voivat verkostoitua keskenään.<sup>17</sup> Nämä palvelualustat, joilla joukkorahoitus prosessina toteutuu, saattavat yhteen prosessin osapuolina toimivat joukkorahoituksen hakijat ja potentiaaliset sijoittajat. Joukkorahoituksen tarkoituksena on siten kerätä pienehköjä sijoitussummia laajalta sijoittajayleisöltä, jolloin tavoiteltu rahoitus saadaan saavutetuksi yksittäissijoitusten avulla. Tähän prosessiin osallistuu pääsääntöisesti kolme eri tahoa, joiden välinen interaktio tapahtuu joukkorahoituksen välitykseen erikoistuneilla palvelualustoilla.

Joukkorahoitusprosessi perustuu kolmen osapuolen väliselle toiminnalle. Ensinnäkin prosessiin osallistuvat ne yritykset, jotka rahoitusta hakevat. Joukkorahoituslaissa (734/2016) nämä osapuolet ovat nimetty ns. joukkorahoituksen saajiksi.

---

<sup>17</sup> Valtiovarainministeriö 2015: 3

Joukkorahoituksen saajat viittaavat niihin yrityksiin, jotka joukkorahoittamisen keinoin pyrkivät saamaan taloudellista tukea toiminnalleen tai valitsemilleen hankkeille.<sup>18</sup> Joukkorahoitusta hakevat yritykset voivat olla esimerkiksi toimintansa alkupuolella olevia kasvuyrityksiä, joille joukkorahoitus avaa rahoituksen hankinnan lisäksi mahdollisuuden tehdä itsensä tunnetuksi suuren yleisön keskuudessa. Koska joukkorahoittaminen tapahtuu pääsääntöisesti siihen tarkoitettujen rahoitusalojen välityksellä, tulee rahoitusta hakevan yrityksen esitellä hankkeensa tai ideansa potentiaalisille sijoittajille alustalla. Joukkorahoittaminen ei täten ole sitä hakevien yritysten näkökulmasta pelkästään uudenlainen matalamman kynnyksen keino hankkia rahoitusta, vaan se avaa näille mahdollisuuden itsensä tai hankkeensa markkinointiin, ja täten markkinoitavan tuotteen tai palvelun markkinavetovoiman testaamiseen.<sup>19</sup>

Joukkorahoitusta hankkivien yritysten vastapuolena ovat potentiaaliset sijoittajat, joita joukkorahoituksen saajaosapuolet pyrkivät markkinoille pääsillä tavoittamaan. Tätä sijoittajien joukkoa voidaan kutsua myös joukkorahoituksen yleisöksi. Sijoittajien näkökulmasta joukkorahoitus avaa erityisesti ei-ammattimaisille sijoittajille mahdollisuuden toimia vaikuttajina sille, millaisia tuotteita markkinoille päätyy. Täten niillä, jotka päätyvät tukemaan taloudellisesti rahoitusta hakevaa yritystä tai sen hanketta, on käytännössä mahdollisuus päättää siitä mitkä ideat ovat liiketoimintakelpoisia ja mitkä puolestaan eivät.<sup>20</sup> Tällaisen vaikuttamismahdollisuuden ohella joukkorahoitusprojektiin sijoittamisen taustalla voi toimia myös ns. materialistiset motivaattorit, jolloin sijoittaja odottaa saavansa sijoituksellensa fyysisen vastineen. Vastikkeettomasta joukkorahoittamisesta poiketen vastikkeellinen joukkorahoitus tarjoaa aina sijoittajalle jonkin vastineen, joka tämän tutkimuksen keskiössä olevan sijoitusmuotoisen joukkorahoituksen kohdalla ovat osakkeet. On kuitenkin todettu, ettei pelkkä taloudellinen tai muu aineellinen hyöty ole sijoittajien näkökulmasta tärkein joukkorahoitukseen osallistumisesta saatava anti. Esimerkiksi sijoitusmuotoisen joukkorahoituksen kohdalla tavoite siitä, että vastikkeena

---

<sup>18</sup> Ordanini, Micelli, Pizzetti & Parasuraman 2011: 444–445

<sup>19</sup> Valanciene & Jegeleviciute 2013: 41

<sup>20</sup> Valanciene & Jegeleviciute 2013: 40–43



saatujen osakkeiden myöhempi myynti voitollisesti ei toiminut useankaan sijoittajan päämotiivina, vaan merkityksellisin anti osallistumisesta oli yhteisöllisyys. Useat sijoittajat haluavat olla mukana kasvuyrityksen menestystarinan rakentamisessa, ja yrittäjähenkiseen yhteisöön kuulumisen projektiin osallistumisen johdosta motivoi sijoittajia enemmän taloudellisen hyödyn sijaan.<sup>21</sup>

Kolmantena joukkorahoitusprosessin osapuolena toimivat joukkorahoituksen välittäjät. Nämä välittäjäorganisaatiot toimivat joukkorahoituksessa palveluntarjoajana, jonka tehtävänä on mahdollistaa sijoittajien ja rahoitusta hakevien yhteensaatto, sekä tästä mahdollisesti syntyvän yhteistyön edellytysten luominen<sup>22</sup>. Joukkorahoituksen välittäjät tarjoavat täten eräänlaisen markkinapaikan, jonka kautta rahoitettavan hankkeen mainostaminen ja varainkeruu tapahtuu. Joukkorahoituslustoat mahdollistavat varojen keruun alustan kautta, jolloin sijoitetut varat välitetään saajalle alustan avustuksella. Jokaisella palvelualustalla on mahdollisuus valita oma toimintamallinsa- ja strategiansa, mutta yleinen käytäntö on ollut se, että alusta palauttaa sijoitetut varat sijoittajille, mikäli tavoiteltu rahoitussumma jää täyttämättä kampanja-aikana<sup>23</sup>. Tällöin sijoittajan riski varojensa menettämisestä vastikkeettomana voidaan poistaa. Joukkorahoitusta koskevan sijoittajansuojan näkökulmasta joukkorahoituksen välittäjät ovat prosessin avainroolissa, sillä joukkorahoituslain painopiste on välittäjien toiminnan sääntelyssä. Joukkorahoituslain voimaantulon ja siinä asetettujen välittäjiin kohdistuvien velvollisuuksien tarkoituksena on parantaa viime kädessä sijoittajiin kohdistuvaa suojaa. Tämän vuoksi joukkorahoituksen välittäjiä ja niiden roolia käsitellään vielä myöhemmin tässä tutkielmassa yksityiskohdaisemmin. Voidaan kuitenkin sanoa, että pääsääntöisesti sijoittajansuoja turvataan joukkorahoituksessa välittäjien velvollisuuksia sääntelemällä.

---

<sup>21</sup> Schwienbacher & Larralde 2010: 16

<sup>22</sup> Euroopan Komissio 2018: 14

<sup>23</sup> Euroopan Komissio 2015: 6

## 2.2 Joukkorahoituksen muodot

### 2.2.1 Vastikkeeton ja vastikkeellinen joukkorahoitus

Lähtökohtaisesti joukkorahoitusluset hyödyntävät toisistaan poikkeavia liiketoimintamalleja, jolloin näiden mallien erityispiirteiden arviointi tulisi suorittaa tapauskohtaisesti. Ei ole olemassa yhtä tyhjentävää määritelmää sille, mitä joukkorahoituksella tarkoitetaan, sillä sitä harjoittavat palvelualustat voivat itse aiemmin mainittuun tapaan valita toimintamallinsa. Kuitenkin suhteellisen vakiintuneen käsityksen mukaan joukkorahoitus on keino kerätä rahaa hankkeille esittämällä avoimia ja yleisiä rahoituspyyntöjä suuralle yleisölle.<sup>24</sup> Tätä yleisluontoiseksi katsottavaa määritelmää tarkentavampi tapa ymmärtää joukkorahoitus on jaotella se ensin vastikkeelliseen ja vastikkeettomaan joukkorahoitukseen.

Mikäli joukkorahoituskampanja toteutetaan vastikkeettomana, eivät sijoittajat saa sijoituksensa vastineeksi minkäänlaista kompensatiota – eivät taloudellista tai materiaalista. Vastikkeetonta joukkorahoitusta kutsutaan yleisesti myös lahjoitusmuotoiseksi joukkorahoitukseksi, jonka on Suomessa katsottu olevan lähinnä rahankeräyslailla säädeltävää varainkeruuta.<sup>25</sup> Koska vastikkeetonta joukkorahoitusta ei Suomessa säädellä joukkorahoituslailla, joka on sijoittajansuojan tutkimisen kannalta merkittävin joukkorahoitusta säätelevä laki, rajaamme lahjoitusmuotoisen joukkorahoituksen ja siihen kohdistuvan sijoittajansuojan tarkemman käsittelyn tämän tutkielman ulkopuolelle.

Vastikkeellinen joukkorahoitus on puolestaan sellaista rahoituksen hankintaa, jossa sijoituksen vastineeksi tarjotaan selkeä hyöty ja vastike. Hallituksen esityksen (46/2016 vp) mukaan vastikkeellinen joukkorahoitus on käsitettävissä monimuotoiseksi joukoksi erilaisia toimintamuotoja, jotka kukin ilmenevät eri tavoin. Käsittäessämme vastikkeellisen joukkorahoituksen tällaiseksi joukoksi erilaisia toimintamuotoja, voimme määritellä sen

---

<sup>24</sup> Kallio & Vuola 2018: 75

<sup>25</sup> HE 46/2016 vp: 13–15

yleisimmiksi ilmenemismuodoiksi mm. hyödyke-, laina- ja sijoitusmuotoiset joukkorahoitukset.<sup>26</sup> Näiden rahoitusmuotojen kohdalla sijoittajan sijoituksestaan saama hyöty ja vastike vaihtelee valitun rahoitusmuodon mukaan.

Joukkorahoituslaki, jonka säännösten tutkiminen on tämän tutkielman keskiössä, säätelee näistä vastikkeellisen joukkorahoittamisen muodoista ainoastaan laina- ja sijoitusmuotoista joukkorahoitusta. Lainamuotoisesti toteutettuun joukkorahoitusprojektiin sijoittaessaan sijoittaja olettaa saamansa vastineen olevan rahallinen. Täten lainamuotoisesti toteutettuun joukkorahoitusprosessiin sijoittaessaan sijoittaja toimii hankkeen rahoittajana siten, että se lainaa rahaa joukkorahoituksen saajalle, olettaen saavansa lainatun summan myöhemmin takaisin korkoa kasvaneena. Sijoitusmuotoisesta joukkorahoittamisesta on kyse puolestaan silloin, kun rahoitusta hakeva yritys laskee liikkeelle esimerkiksi osakkeita tai velkakirjoja, jolloin vastineena toimii sijoittajien mahdollisuus näiden ostamiseen tai merkitsemiseen.<sup>27</sup> Laina- ja sijoitusmuotoisten joukkorahoitusten merkityksen ollessa olennainen joukkorahoituslain arvioinnin ja siten tämän tutkielman tekemisen kannalta, on näitä joukkorahoituksen muotoja syytä tarkastella laajemmin kokonaiskuvan ymmärtämiseksi.

### 2.2.2 Lainamuotoinen joukkorahoitus

Kun yritys pyrkii hankkimaan taloudellista tukea lainamuotoisen joukkorahoituksen keinoin, hakee se sijoittajayleisöltä määräaikaista vierasta pääomaa eli lainaa. Joukkorahoituslain 2 §:n 1 momentin 1 kohdassa lainamuotoisen joukkorahoituksen on määritelty olevan:

*”vastiketta vastaan harjoitettavaa luoton hankkimista, tarjoamista tai luotonvälitystä muulla kuin rahoitusvälineellä, jossa velkasuhde syntyy joukkorahoituksen saajan ja joukkorahoituksen välittäjän asiakkaan välille”*

---

<sup>26</sup> HE 46/2016 vp: 14

<sup>27</sup> Valtiovarainministeriö 2016a

Lainamuotoisen joukkorahoituksen turvin toimintaansa rahoittava yritys pyrkii siten saavuttamaan tavoitellun rahoitussumman joko lainaamalla korollista, tai muuta vastikkeellista vieraan pääoman ehtoista rahoitusta sijoittajayleisöltä.<sup>28</sup> Lainamuotoinen joukkorahoitus on siten pitkälti samanlaisella toimintalogiikalla toimivaa rahoitusta kuin perinteinen yrityslainakin — lainaa haetaan sovituksi määräajaksi, ja velkojalla on oikeus periä lainaamastaan summasta korkoa ja muita palkkiota lainan määräajan eräpäivään saakka. Joukkorahoituslain sääntelyn alaisuuteen laskettava lainamuotoinen joukkorahoitus käsittää nimenomaan yritysten vastikkeellisen rahoittamisen, jolloin lainansaajana toimii yritys. Lainamuotoista joukkorahoitusta voidaan käytännössä kuitenkin välittää myös yksityishenkilöiden rahoitushankkeisiin, mutta joukkorahoituslain sääntelypiirin huomioon ottaen tällaisen *vertaislainaamisen* yksityiskohtaisempi käsittely sijoittajansuojan näkökulmasta on jätettävä tämän tutkielman ulkopuolelle.

Lainamuotoisen joukkorahoituksen hankinta on mahdollista toteuttaa monen eri liiketoimintamallin keinoin. Tyypillisin keino lainamuotoisen joukkorahoituksen välittämiseksi on se, että joukkorahoituksen välittäjänä toimiva palvelualusta laatii velkasuhteessa noudatettavan lainasopimuksen ja määrittää sen sisältämät ehdot. Tällöin joukkorahoituksen välittäjä toimii samalla myös eräänlaisena agenttikoordinaattorina osapuolten välisen yhteistyön joustavoittamiseksi, ohjaten mm. sopimusten toimittamista, maksuliikennettä ja lainan takaisinmaksua. Sen sijaan että rahoituksen välittäjä ottaisi täyden vastuun osapuolten välisen toiminnan ohjaamisesta, voi palvelualustan muodossa operoiva joukkorahoituksen välittäjä toimia yhteistyössä määrätyn luottolaitoksen kanssa, joka toimii lainojen koordinoijana palvelualustan sijaan. Tällaista tekniikkaa noudatettaessa velkoja solmii velkasopimuksen luottolaitoksen kanssa, ja erillisen välityssopimuksen rahoituspalvelualustan kanssa.<sup>29</sup> Suomalaisista lainamuotoisen joukkorahoituksen välittämiseen erikoistuneista toimijoista mainittakoon Fundu Oy, jonka toiminta perustuu pitkälti välikätenä toimimiselle. Fundu Oy pyrkii edesauttamaan sijoittajien ja

---

<sup>28</sup> HE 46/2016 vp: 17

<sup>29</sup> Euroopan Komissio 2016: 32–33

rahoitusta hakevien välistä yhteistyötä tarjoamalla sähköisen markkinapaikan, jossa velkasuhteen osapuolet voivat solmia velkasuhteen, ja neuvotella siihen liittyvästä rahoitussopimuksesta. Voimme huomata, että Fundu Oy:n toimintalogiikka heijastaa täten pitkälti perinteistä joukkorahoituksen välittäjän roolin määritelmää.<sup>30</sup> Siirryttäessä vuodesta 2017 vuoteen 2018, on lainamuotoisen joukkorahoittamisen katsottu kasvattaneen suosiotaan selvästi. Vuonna 2018 suomalaiset yritykset vastaanottivat lainamuotoista joukkorahoitusta toimintansa tueksi noin 98,3 miljoonan euron arvosta, kasvuprosentin suhteessa vuoteen 2017 ollessa täten noin 29 % vuodessa.<sup>31</sup>

### 2.2.3 Sijoitusmuotoinen joukkorahoitus

Toinen joukkorahoituslailla säädeltävistä rahoitusmuodoista on ns. sijoitusmuotoinen joukkorahoitus. Joukkorahoituslain 2 §:n 1 momentin 2 kohta määrittelee sijoitusmuotoisen joukkorahoituksen seuraavanlaisesti:

*”sijoitusmuotoisella joukkorahoituksella oman tai vieraan pääoman ehtoista sijoitusta, rahoitusvälinettä tai muuta kuin arvopaperimarkkinalla tarkoitettua arvopaperia koskevassa merkintä- tai sijoitussopimuksessa taikka niihin rinnastettavassa sopimuksessa määritellyn suuruisen omistus- tai velkaosuuden taikka muun vastikkeellisen osuuden hankkimiseksi, tarjoamiseksi tai välittämiseksi joukkorahoituksen saajasta”*

Sijoitusmuotoisen joukkorahoituksen tarkoituksena on antaa sijoittajayleisölle mahdollisuus arvopapereiden merkitsemiseen yrityksen laskiessa liikkeelle siirtokelpoisia velkakirjoja, osakkeita tai muita rahoitusvälineitä. Liikkeeseenlaskijana toimii tällöin rahoitusta hakeva yritys, joka suorittaa rahoituskierron joukkorahoituslupien kanssa yhteistyössä. Sijoitusmuotoiseen joukkorahoitukseen osallistuessaan sijoittaja tekee siis joko oman tai vieraan pääoman ehtoisen sijoituksen joukkorahoituksen saajana toimivaan yritykseen.<sup>32</sup> Osakeannilla viitataan osakeyhtiölain (624/2006) 9 luvun 1 §:n

---

<sup>30</sup> Ks. [www.fundu.fi](http://www.fundu.fi)

<sup>31</sup> Suomen Pankki 2019

<sup>32</sup> Kallio & Vuola 2018: 117

mukaan sellaiseen toimintaan, jossa yhtiö joko antaa uusia osakkeita tai luovuttaa hallussaan olevia omia osakkeitaan yleisölle. Tällainen osakeyhtiölain mukainen osakeanti on mahdollista järjestää joko maksullisena tai maksuttomana, joka määräytyy sen mukaan, annetaanko osakkeet yleisölle merkittäväksi maksua vastaan vai maksutta. Voimme päätellä, että sijoitusmuotoinen joukkorahoitus on poikkeuksetta aina toteutettu maksullisena osakeantina, sillä sijoittajat rahoittavat kampanjaa maksamalla joukkorahoituksen saajana toimivan yrityksen osakkeista, tullen täten yrityksen osakkeenomistajiksi. Sijoitusmuotoiseen joukkorahoitukseen sijoittaminen onkin tästä syystä ainutlaatuinen mahdollisuus päästä osaksi potentiaalisten yritysten kasvutarinaa.

Sijoitusmuotoisen joukkorahoituksen vastike perustuu poikkeuksetta aina tuotto-odotuksiin. Kun sijoittajana toimiva henkilö päättää ostaa rahoitusta hakevan yhtiön osakkeita tai muita rahoituskampanjassa tarjottavia rahoitusvälineitä, odottaa se saavansa sijoituksensa vastikkeeksi tuottoa. Mikäli rahoitusta joukkorahoituksen keinoin hakenut yritys kasvaa tulevaisuudessa ja listautuu mahdollisesti tätä myötä pörssiin, on sijoittajilla mahdollisuus saada sijoituksellensa suuriakin tuottoja.<sup>33</sup> Tuotto-odotusten ohella sijoittajia on tutkittu motivoivan myös sosiaaliset ja materialistiset tekijät. Motivoituessaan sosiaalisen pääoman ja tuoton saamisesta sijoittajien sijoitushalun voidaan katsoa olevan sisäsyntyistä. Tällöin se, millaista rahallista hyötyä sijoitus tulee mahdollisesti tuottamaan, ei merkitse sijoittajalle yhtä paljon kuin sosiaalinen tuotto. Rahallisen ja sosiaalisen motivaation lisäksi sijoittajilla on katsottu olevan ns. materialistinen motivaatio, jolloin sijoitus kohteeseen tehdään siitä saatavan materian johdosta.<sup>34</sup> Tällaisten motivaatiotekijöiden voidaan katsoa korreloivan erityisesti *hyödykemuotoisen joukkorahoituksen*<sup>35</sup> kanssa, mutta tämän tutkielman painopisteen ollessa joukkorahoituslain mukaisissa joukkorahoitusmuodoissa, rajataan tällaisten materialististen motivaatiotekijöiden tarkempi käsittely tutkielman ulkopuolelle.

---

<sup>33</sup> Marks 2018

<sup>34</sup> De Buysere ja muut 2012: 12–13

<sup>35</sup> Hyödykemuotoinen joukkorahoitus on yksi joukkorahoituksen muodoista, jossa sijoituksesta saatavana vastikkeena toimii pelkästään määrätty tuote tai palvelu, jolloin sijoittaja ei saa vastikkeeksi rahallista hyötyä. Ks. esim. HE 46/2016 vp: 13

Sijoitusmuotoinen joukkorahoitus on lähtökohdiltaan hyvin samanlaista rahoituksen hankintaa kuin sitä hieman vakiintuneemmat yritysrahoituksen muodot kuten pääoma-, yksityis- ja enkelisijoittaminen. Kaikissa näissä yritysrahoituksen muodoissa on pyrkimyksenä lähes poikkeuksetta hankkia rahoitusta osakeannin avulla. Yksi merkittävin ero sijoitusmuotoisen joukkorahoittamisen, ja näiden klassisempien rahoitusmuotojen välillä on kuitenkin se, kuinka laajalle joukolle sijoittajia rahoituspyyntö esitetään. Joukkorahoituksessa rahoituspyyntö esitetään pääsääntöisesti aina laajalle joukolle potentiaalisia yksittäissijoittajia, joista osa voi olla yrityksen nykyisiä asiakkaita tai potentiaalisesti tulevia, kun taas pääoma- ja enkelisijoittaminen perustuvat enemmän yksittäisten henkilöiden tai yritysten omistamien pääomarahastojen suurempimääräisiin sijoituksiin<sup>36</sup>. Tämä *joukkoistamisen*<sup>37</sup> ajatus piirtääkin merkittävän eron perinteisten rahoituskeinojen ja joukkorahoittamisen välille. Siinä missä joukkorahoituksen ydinideana on toteuttaa rahoituskierron keräämällä pienehköjä yksittäissijoituksia pääsääntöisesti ei-ammattimaisilta sijoittajilta, perustuu pääomasijoittaminen suurimääräisiin sijoituksiin, joiden sijoittajat ovat ammattimaisia. Sijoittajayleisön erilaisuuden lisäksi merkittävän eron pääomasijoittamisen ja joukkorahoittamisen välille tekee pääomasijoittamisen irtautumistavoite. Pääomasijoitus pyrkii aina niin sanottuun *exitiin*, jolloin pääomasijoittajat irtautuvat rahoituksen kohteena olevasta yrityksestä esimerkiksi yrityskaupan tai pörssiin listautumisen keinoin, saaden tällöin merkittäviä tuottoja itselleen.<sup>38</sup> Joukkorahoituksen tavoitteena ei kuitenkaan ole se, että yksittäinen sijoittaja ostaisi enemmistön rahoituksen hakijan osakkeista ja pyrkisi myöhemmin tämän omistuksen myyntiin suurilla voitoilla, vaan sijoittamisen motiivit ovat jo aiemmin mainittuun tapaan usein enemmän sosiaalisia kuin puhtaan taloudellisia.<sup>39</sup>

---

<sup>36</sup> Enkelisijoittajat ovat omaa varallisuuttaan sijoittavia yksityishenkilöitä, jotka työskentelevät erillisessä pääomasijoittamiseen keskittyneessä yrityksessä. *Venture capital*-pääomasijoittaminen on puolestaan perinteisempää sijoittamista siten, että pääomasijoitusyritys nostaa rahaa ulkopuolisilta henkilöiltä sijoittaakseen yrityksenä varoja kasvuyrityksiin. Ks. Wong, Bhatia & Freeman 2009: 222–223.

<sup>37</sup> Joukkorahoituksen on katsottu olevan peräisin joukkoistamisen käsitteestä (*eng. crowdsourcing*), millä viitataan tehtävien ulkoistamiseen suurelle ihmisjoukolle. Ks. Hemer 2011: 8

<sup>38</sup> Pääomasijoittajat 2018: 18

<sup>39</sup> HE 46/2016 vp: 64

## 2.3 Joukkorahoituksen välittäjät ja näiden rooli joukkorahoitusprosessissa

### 2.3.1 Joukkorahoituslain mukainen määritelmä välittäjille

Yksi merkittävin syy joukkorahoituslain laitimiselle on ollut pyrkimys saavuttaa sijoittajansuojan entistä parempi taso. Ennen vuonna 2016 voimaan astunutta joukkorahoitusta säätelevää erillislakia joukkorahoitusta säädeltiin sen toteutusmuodosta riippuen eri kansallisilla laeilla, EU-direktiiveillä ja EU-tasoisilla asetuksilla, joita sovellettiin aina kulloiseenkin tilanteeseen parhaalla mahdollisella tavalla. Joukkorahoittamiselle ominainen toiminnan monimuotoisuus sekä voimassaolevan rahoitusmarkkina- ja muun lainsäädännön puutteellisuus johti kuitenkin lopulta erillislain säätämisen merkittävään tarpeeseen.<sup>40</sup> Joukkorahoituslailla on pyritty edistämään sijoittajansuojan parempaa tasoa ennen kaikkea asettamalla juridisia velvoitteita erityisesti joukkorahoituksen välittäjille, minkä vuoksi välittäjien ja niiden toiminnan mahdollistamiseen tarkoitettujen palvelu- alustojen tarkempi käsittely on olennaista tämän tutkielman kannalta.

Vaikka joukkorahoituslaki (734/2016) on ollut voimassa vasta muutaman vuoden, on sitä jouduttu muuttamaan ja täsmentämään useasti. Alkuperäisen joukkorahoituslain 1 §:n 2 momentin mukaan se, mitä laissa säädettiin koskemaan joukkorahoituksen välittäjiä, velvoitti myös lain 3–9 §:ää, 10 §:n 4 momenttia ja 17 §:ää lukuun ottamatta joukkorahoitusta toiminnassaan välittäviä luottolaitoksia, maksulaitoksia, rahastoyhtiöitä, sijoituspalveluyrityksiä ja vaihtoehtorahastojen hoitajia. Joukkorahoituslain 3 §, jota ei alkuperäisten säännösten mukaan sovellettu edellä mainittuihin toimijoihin, määritteli sen, mitä joukkorahoituksen välittäjillä JRL:n mukaan virallisesti tarkoitetaan. Joukkorahoituslain alkuperäisten säännösten 2 §:n 1 kohdan 3 momentin mukaan joukkorahoituksen välittäjillä viitataan sellaiseen elinkeinonharjoittajaan, joka ei ole luottolaitos, maksulaitos, rahastoyhtiö, sijoituspalveluyritys tai vaihtoehtorahastojen hoitaja. Määritelmää

---

<sup>40</sup> HE 46/2016 vp: 12–14



täydentää vielä maininta siitä, että joukkorahoituksen välittäjänä toimiva elinkeinonharjoittaja on ammattimaisesti lain- tai sijoitusmuotoista joukkorahoitusta välittävä. Käytännössä lain 3—9 §:n, 10 §:n 4 momentin ja 17 §:n soveltamatta jättö tarkoitti sitä, että kaikki se mitä näissä pykälissä säädettiin koskevaksi joukkorahoituksen välittäjiä, ei koskenut luottolaitoksia, maksulaitoksia, rahastoyhtiöitä, sijoituspalveluyrityksiä tai vaihtoehtorahastojen hoitajia, jotka toiminnassaan välittivät joukkorahoitusta. Alkuperäisen joukkorahoituslain mukaan joukkorahoitusta välittävät olivat lain 3 §:n mukaisesti velvollisia rekisteröitymään Finanssivalvonnan ylläpitämään rekisteriin. Vain Fiva:n ylläpitämään joukkorahoituksen välittäjien rekisteriin kuuluvat toimijat saivat oikeuden joukkorahoituksen välittämiseen ja olivat täten myös lain määritelmän mukaan joukkorahoituksen välittäjiksi luettavia toimijoita.

Alkuperäisen joukkorahoituslain 3—9 §:t säätelivät pääsääntöisesti joukkorahoituksen välittäjien rekisteröitymisvelvollisuutta, Fiva:lle tehtävän rekisteri-ilmoituksen laatimista ja sisältöä, rekisteröinnin edellytyksiä sekä syitä mahdolliselle rekisteristä poistamiselle. Luotto- ja maksulaitosten, sijoituspalveluyritysten, rahastoyhtiöiden ja vaihtoehtorahastojen ollessa toimiluvallisia rahoitusmarkkinatoimijoita, ei rekisteröintivelvollisuuden voitu katsoa koskettavan niitä. Täten mainitut rahoitusmarkkinatoimijat olivat oikeutettuja oman toimilupansa nojalla välittämään joukkorahoitusta, ja täten myös noudattamaan määrättyjä joukkorahoituslain pykälää näin tehdessään.

Muutos joukkorahoituslain mukaiseen joukkorahoituksen välittäjän -määritelmään on astunut voimaan, kun joukkorahoituslakia muutettiin hallituksen esityksellä 151/2017 vp. Tämä muutos astui voimaan 3.1.2018. Hallituksen esityksessä (151/2017 vp) esitettiin, että joukkorahoituslakia tulisi muuttaa lisäämällä siihen Euroopan unionin rahoitusvälineiden markkinat -direktiivin (MiFID II) mukainen toimilupavaatimus, mikä koskisi vain sijoitusmuotoisen joukkorahoituksen välittäjiä<sup>41</sup>. Joukkorahoituslain asettamaa rekisteröitymisvelvollisuutta ei katsottu hallituksen esityksen 151/2017 vp mukaan riittäväksi menettelyksi vastaamaan MiFID II -direktiivin asettamiin vähimmäisvaatimuksiin, mistä

---

<sup>41</sup> HE 151/2017 vp: 1

johtuen nähtiin välttämättömäksi ottaa toimilupavaatimus mukaan joukkorahoituslakiin.<sup>42</sup>

Lakimuutoksesta johtuen joukkorahoituslaissa onkin nykyisin kaksi määritelmää joukkorahoituksen välittäjistä – yksi koskien rekisteröityneitä, ja toinen toimiluvallisia välittäjiä. Joukkorahoituslain 2 §:n 1 momentin 3 kohdan mukaan *rekisteröity joukkorahoituksen välittäjä* on elinkeinonharjoittaja, joka ei ole luottolaitos, maksulaitos, sijoituspalveluyritys, arvopaperikeskus tai sijoituspalvelulain (myöhemmin SipaL) 1 luvun 3 §:n 1 momentin 1 kohdassa tarkoitettu henkilö, eikä vaihtoehtorahastojen hoitaja ja joka ammattimaisesti välittää laina- tai sijoitusmuotoista joukkorahoitusta muilla kuin rahoitusvälineillä<sup>43</sup>. *Toimiluvallinen välittäjä* puolestaan on joukkorahoituslain 2 §:n 1 momentin 4 kohdan mukaan sijoituspalveluyritys, luottolaitos, maksulaitos, arvopaperikeskus, vaihtoehtorahastojen hoitaja tai SipaL:n 1 luvun 3 §:n 1 momentin 1 kohdan mukainen osapoikkeuksen luvalla toimiva henkilö.

Uudistusta tuoreeseen joukkorahoituslakiin ei ole otettu vastaan kritiikkittä. Joukkorahoitusta säätelevän erillislain tavoitteena oli alun perin keventää ja selkeyttää alan sääntelyä, mutta sijoitusmuotoiseen joukkorahoitukseen ja sen välittämiseen suoraan vaikuttaneen toimilupavaatimuksen nähtiin lukuisten asiantuntijoiden mukaan aiheuttavan täysin päinvastaisen tuloksen. Esimerkiksi Joukkorahoitusyhdistys ry:n antaman lausunnon mukaan lakimuutoksella mitätöitiin täysin alkuperäisen joukkorahoituslain avulla saavutetut tavoitteet lainsäädännöllisestä kevennyksestä, ja voimaansaattettu toimilupavaatimus ainoastaan rajoittaa joukkorahoitusmarkkinoiden kilpailua, kasvua ja alalle pääsyn mahdollisuuksia<sup>44</sup>. Mitä kireämmäksi välittäjäksi pääsemisen ehdot muodostuvat, sitä epähoukuttelevammaksi toimiala uusien alalle pyrkivien välittäjien näkökulmasta muodostuu.

---

<sup>42</sup> HE 151/2017 vp: 119

<sup>43</sup> Sijoituspalvelulain 1 luvun 14 § määrittelee kymmenkohtaisen luettelon avulla tarkemman määritelmän rahoitusvälineelle, joiden välittäminen ei kuulu joukkorahoituslain sääntelyn alaisuuteen. Ks. SipaL 747/2017.

<sup>44</sup> Joukkorahoitusyhdistys ry: 3–4

### 2.3.2 Joukkorahoitusalueet ja niiden toimintalogiikka

Joukkorahoituksen välittäminen tapahtuu pääsääntöisesti internetissä toimivien palvelualueiden kautta. Alustojen tehtävänä on mahdollistaa rahoitusta hakeville yrityksille hankkeen mainostaminen ja markkinointi, rahoituksen saanti, sijoittajien houkutteleminen sekä näiden kohtaaminen alustan avulla. Kun potentiaalinen sijoittaja etsii joukkorahoituksen välittämiseen erikoistuneen palvelualueen kautta omat intressinsä kohtavia sijoituskohteita, on alustan rooli tuoda esille sillä olevia hankkeita ja mahdollistaa osapuolten välinen saumaton toiminta mahdollisesti toteutuvassa sijoitustilanteessa. Hallituksen esityksen 46/2016 vp mukaan palvelualue -termiä voidaan pitää vain apukäsitteenä viralliselle *joukkorahoituksen välittäjä* -termille. Termin käyttämisellä on pyritty selkeyttämään ja korostamaan joukkorahoituksen ja sen avulla toteutettavan rahoituksen hankinnan välineriippumattomuutta.<sup>45</sup>

Joukkorahoitusalueilla on vapaa päätäntävalta siitä, minkä muotoista joukkorahoitusta sen kautta voidaan välittää, eikä alustojen tule mahdollistaa kaikkien joukkorahoitusmuotojen välitystä kauttansa. Suomalaisista joukkorahoitusalueista esimerkkinä Invesdor Oy on päättänyt keskittyä sekä sijoitus- että velkapohjaiseen joukkorahoitukseen, kun taas Vauraus Suomi Oyj puolestaan fokusoi välitystoimintansa vain lainamuotoiseen joukkorahoitukseen<sup>46</sup>. Joukkorahoitusalueilla on tämän lisäksi täysin vapaa päätäntävalta, juridinen sääntely luonnollisesti huomioon ottaen, siitä millaista toimintalogiikkaa se välittäessään joukkorahoitusta noudattaa. Tyypillisintä on, että prosessi kohti joukkorahoituskampanjan avaamista alustalla käynnistyy siitä, että rahoitusta hakevat yritykset lähettävät valitsemalleen palvelualueelle tiedoksiannon halukkuudestansa rahoituksen keräämiseen kyseisen alustan kautta. Joukkorahoituslaki (734/2016) asettaa välittäjille tiettyjä ehtoja siitä, millaisille hakijoille rahoituksenkeruumahdollisuutta ei saa asettaa eli toisin sanoen sille, mitkä ehdot huomioon ottaen alusta saa hyväksyä yrityksen rahoituksen hakijaksi. JRL:n 12 §:n mukaan välittäjä ei saa välittää joukkorahoitusta tai

---

<sup>45</sup> HE 46/2016 vp: 106

<sup>46</sup> Ks. Invesdor 2017 & [www.vauraus.fi/yritys/](http://www.vauraus.fi/yritys/)

muutoin osallistua varainhankintaan sellaiselle joukkorahoituksen saajalle, joka on konkurssissa. Tähän pykälään yhdistyy myös samaisen lain 11 §, jossa käsitellään joukkorahoituksen saajan tiedonantovelvollisuutta. JRL:n 11 §:n mukaan joukkorahoituksen saajan tulee ennen varainhankinnan aloittamista julkistaa oikeat ja riittävät tiedot seikoista, joilla on vaikutusta yrityksen arvoon tai takaisinmaksukykyyn. Välittäjän velvollisuus tämän pykälän toisen momentin mukaan on pitää huolta siitä, että velvoite tulee noudatetuksi.

Joukkorahoituksen välittäjien tulee JRL:n 11 §:n 2 momentin mukaisen velvollisuutensa täyttämiseksi tehdä asiakkaaksi haluavasta yrityksestä yritystarkastus, minkä laajuuden välittäjä voi itse määrätä tekemänsä tapauskohtaisen arviointinsa perusteella. Yritystarkastus (engl. *due diligence*) on kohdeyrityksen kunnosta tehtävä tutkimus, jonka tavoitteena on selvittää yhtiön sen hetkinen tila ja antaa katsaus myös tulevaisuudessa silmäläpidettäviin seikkoihin ja riskeihin. On varsin yleistä, että yrityksillä itsellään on totuudesta poikkeava, liioitellun positiivinen kuva omasta tilastaan sekä siitä, miten asiat ovat yrityksen sisällä hoidettu.<sup>47</sup> Tämän vuoksi yritystarkastuksen tekeminen on tärkeää myös joukkorahoituksessa, kun rahoitettavina yrityksinä ovat pääosin nuoret kasvuyritykset, joihin liittyy suuri riski. Tällaisen tutkimuksen tehdessään joukkorahoituksen välittäjä saa paremman kuvan siitä, millainen rahoitusta hakevan yrityksen tila todellisuudessa on, ja pystyy täten riittävän laajan tutkimuksen suoritettuaan täyttää joukkorahoituslain 11 §:n mukaiset velvoitteensa. On huomioitavaa, että JRL:n pykälät 11 ja 12 ovat molemmat lain kolmanteen lukuun kuuluvia, jonka tarkoituksena on sijoittajien suojaaminen.

Joukkorahoituslustoat voivat lainsäädännön edellyttämien ehtojen lisäksi asettaa itse kriteerejä sille, minkälaisia yrityksiä ja hankkeita se alustalleen hyväksyy. Alustat voivat suorittaa lain epäsuorasti velvoittaman yritystarkastuksen lisäksi erillisen karsinnan rahoitusta hakeneiden yritysten kesken. Tämän karsinnan perusteella alusta valitsee ne yritykset, jotka se haluaa alustalleen rahoituksen hakijoiksi. Karsinta voi perustua

---

<sup>47</sup> Hannula & Kari 2007: 99

esimerkiksi rahoitusta toimintansa tai projektinsa tueksi hakevan yrityksen motiivien ja taustojen selvittämiseen, tai rahoitettavan hankkeen kannattavuuden sekä käyttökelpoisuuden arviointiin. Selkeän käsityksen alustakohtaisten kriteerien ymmärtämiseksi saa tarkastelemalla yhtä tai useampaa joukkorahoituslupaa ja näiden hakijoille asettamiin ehtoja. Invesdor Oy, joka on suomalainen sijoitusmuotoiseen joukkorahoituksen välittämiseen keskittynyt yritys on verkkosivuillaan asettanut rahoitushakemuksen lähettämisen ehdoiksi niin motivaatiokeskeisiä kuin taloudellisiakin kriteerejä. Yrityksen pyrkimässä päästä hakemaan rahoitusta Invesdorin kautta, tulee sen muun muassa olla moitteettomat luottotiedot omaava jo tuottoa tekevä rekisteröity yritys, jonka tavoitteena on hakea vähintään 300 000 euron suuruista rahoitusta.<sup>48</sup>

Mikäli alusta päätyy tekemänsä arvioinnin perusteella ottamaan yrityksen hankkeensa kanssa alustalle, tulee rahoituksen hakijan esittää alustalle tavoitteensa haettavan rahoituksen suhteen. Hakijan on määriteltävä alustalle tavoittelemansa rahoitussumman suuruus sekä se aikajänne, jolla tavoite pyritään alustan kautta varoja keräämällä saavuttamaan. Tämän lisäksi on tavallista, että alustat vaativat rahoituksen hakijoita esittelemään liiketoimintaansa ja rahoitettavana olevaa projektia tai hanketta tarkemmin erillisessä videomuotoisessa myyntipuheessa.<sup>49</sup> Tällainen myyntipuhe eli *pitch* on yksi tapa esitellä alustalla vieraileville rahoitettavaa kohdetta ja houkutella heitä täten sijoittajiksi. Joukkorahoituksen kautta varainkeruu onkin rahoitusta hakeville yrityksille erinomainen keino markkinoida itseään, ja saada näin lisänäkyvyyttä markkinoilla. Julkisuuden saaminen puolestaan voi parhaimmillaan johtaa siihen, että yritys saa kerättyä rahoitusta myös joukkorahoituskampanjan ulkopuolelta.<sup>50</sup>

On alustakohtaista, millaista toimintatapaa se noudattaa rahoituskampanjan päätyttyä. Tyypillisintä on, että mikäli rahoitustavoite ei yrityksen projektin kohdalla täyty asetetun määräajan puitteissa, menettää yritys oikeuden varojen pitämiseen. Tällöin kampanja-

---

<sup>48</sup> Ks. tarkemmin [www.invesdor.com](http://www.invesdor.com)

<sup>49</sup> De Buysere ja muut 2012: 14

<sup>50</sup> Belleflamme, Omrani & Petitz 2015: 25

ajan aikana kerätyt varat palautetaan takaisin sijoittajille, ja rahoituskierroksen katsotaan epäonnistuneen.<sup>51</sup> Yleisimmin joukkorahoituksen välittämiseen erikoistuneet rahoitus-alustat noudattavat ns. *keep-it-all -ja all-or-nothing* -periaatteita. Keep-it-all -periaate (KIA) viittaa toimintatapaan, jossa yritys saa pitää kaikki rahoituskierroksen aikana keräämänsä varat, siitä huolimatta, saavuttaako se tavoitellun rahoitussumman vai ei. All-or-nothing -periaatetta (AON) noudatettaessa yritys ei puolestaan saa pitää varoista mitään, vaikka tavoitteen saavuttaminen jäisikin saavuttamatta vain pienellä summalla.<sup>52</sup> Yksi maailman suosituimmista joukkorahoituslustoista Indiegogo tarjoaa asiakkailleen mahdollisuuden päättää itse siitä, haluaako se toteuttaa varainkeruukampanjansa siten, että yrityksellä on oikeus pitää kerätyt varat vaikkei se saavuttaisi asetettua tavoitetta, vai niin että kerätyt varat menetetään, mikäli kampanjavoitteen ei päästä<sup>53</sup>. Joukkorahoituksen saajan on siis tehtävä kaksi tärkeää päätöstä aloittaessaan varainkeruun määrätyn rahoitusluston kautta: se, millaisella rahoitusrakenteella, *keep-it-all* vai *all-or-nothing*, kampanja toteutetaan, ja se, minkä suuruiseksi tavoiteltu vähimmäisrahoitus asetetaan.

### 2.3.3 Joukkorahoituksen välittäminen vaihtoehtoisilla keinoilla

Vaikka joukkorahoitusta välitetäänkin pääsääntöisesti sitä varten tarkoitettujen rahoituslustojen kautta, on yritysten mahdollista järjestää joukkorahoituksen kaltainen varainkeruukampanja myös ilman erillisiä välikäsiä. Suomen perustuslain 18 §:n mukaan jokaisella on oikeus hankkia toimeentulonsa valitsemallaan työllä, ammatilla tai elinkeinolla. Tämä elinkeinovapaus mahdollistaa yrityksille rahoituksen hankinnan yleisöltä täysin itsenäisesti, ilman ulkopuolista välitysapua. Mikäli yritys haluaa tarjota itsenäisesti arvopapereitaan yleisölle, hyödyntämättä järjestelyssä joukkorahoitusluston apua, ei joukkorahoituslailla ole sääntelyvaltaa yrityksen toimintaan. Joukkorahoituslailla ei täten säännellä sellaista joukkorahoituksen hankintaa, joka toteutetaan rahoituksen hakijan toimesta itsenäisenä ja omaehtoisena osakeantina.<sup>54</sup>

---

<sup>51</sup> De Buysere ja muut 2012: 14

<sup>52</sup> Cumming, Leboeuf & Schwienbacher 2015: 3

<sup>53</sup> indiegogo.com

<sup>54</sup> Valtiovarainministeriö 2016a

Yrityksen toteuttaessa joukkorahoituskampanjan omaehtoisesti järjestetyn osakeannin muodossa, on sillä itsellä vastuu olemassa olevan pakottavan lainsäädännön noudattamisesta, sillä näin toteutetun varainkeruun ei katsota joukkorahoituslain näkökulmasta olevan sillä säädeltävää joukkorahoituksen hakemista. Joukkorahoituslain näkökulmasta tarkasteltuna tällaisen varainkeruun katsotaan olevan joukkorahoituksen sijaan itsenäisesti toteutettua liikkeeseenlaskua tai muunlaisesti toteutettua varainhankintajärjestelyä, jota säädellään mm. osakeyhtiö- ja arvopaperimarkkinalailla.<sup>55</sup>

Voitaneen päätellä, että joukkorahoituksen hakeminen joukkorahoituksen välittäjiä hyväksikäyttäen on rahoitusta hakevan yrityksen näkökulmasta kevyempi ja helpompi menettelytapa, kuin itsenäisesti toteutettu arvopapereiden tarjoaminen tai liikkeeseenlasku. Kaikki suurimmat joukkorahoitusluset<sup>56</sup> tarjoavat tekemäni vertailun perusteella juridista neuvontaa niin rahoitusta hakeville yrityksille, kuin sijoittajillekin. Tämän kaltaisen avun saanti helpottaa rahoitusta hakevan yrityksen työtaakkaa, kun sen ei tarvitse huolehtia lainsäädännön täsmällisesti noudattamisesta itse. Juridisen avun ja tuen lisäksi joukkorahoitusluset<sup>57</sup> käyttö rahoituksen hankinnassa on katsottava olevan kustannustehokasta. Kun rahoitus välitetään sijoittajalta rahoituksen hakijalle internet-pohjaisen palvelualueen kautta, jää osapuolten fyysisen läsnäolon tarve hyvin vähäiseksi<sup>57</sup>.

Mainittujen hyötyjen lisäksi on syytä muistaa, että joukkorahoitusluset<sup>57</sup> ovat ennen kaikkea erinomainen keino markkinoida rahoitusta hakevaa yritystä, sen palveluita tai tuotteita sekä rahoitettavaa hanketta. Koska joukkorahoittaminen perustuu pienehköjen rahoitussummien keräämiseen laajalta joukolta yleisöä, ei yritys ja sen hanke voi markkinoinnillisesta näkökulmasta tarkasteltuna saada liikaa huomiota. Mitä laajempi joukko yleisöä saa tietoonsa yrityksen olemassaolon, sitä paremmat mahdollisuudet rahoituskampanjalla on menestymiseen. Taloudellisen tuen lisäksi sijoittajat ovat myös osa

---

<sup>55</sup> HE 46/2016 vp: 102

<sup>56</sup> Ks. esim. Indiegogo, Kickstarter, GoFundMe

<sup>57</sup> Kirby & Worner 2014: 22

yrityksen sidosryhmäverkostoa, jota se voi hyödyntää esimerkiksi palautteenantajana myös kampanjan päättymisen jälkeisenä aikana.

Vaikka joukkorahoitusalojen käyttäminen joukkorahoituksen hankinnassa onkin rahoituksen saajan näkökulmasta selkeämpi ja helpompi menettelytapa, ei välittäjien ja alojen käyttäminen takaa rahoituskampanjan onnistumista. Suurin vastuu kampanjan onnistumisesta on rahoitusalojen välitysavusta huolimatta aina rahoitusta hakevan yrityksellä, sillä sen tulee itse vastata tarjottavasta tuotteesta tai palvelusta ja sen hinnoittelusta, kampanjan aktiivisesta markkinoinnista ja potentiaalisten sijoittajien mielenkiinnon herättämisestä sijoitusten saamisen takaamiseksi.<sup>58</sup>

---

<sup>58</sup> Valaja 2015: 21



### 3 Joukkorahoituksen riskit

Tässä kappaleessa käsitellään joukkorahoittamiseen yleisimmin liitettäviä riskitekijöitä, erityisesti sijoittajien näkökulmasta tarkasteltuna. Koska tutkielman tavoitteena on selvittää se, miten sijoittajien suojaaminen toteutuu joukkorahoittamisessa nykyisen lainsäädännön puitteissa, on toimintaan liittyvien riskien käsitteleminen ehdotonta tutkimuskysymykseen vastaamiseksi. Ymmärtääksemme sen, miksi sijoittajia tulee suojata, on toiminnan riskejä ja niiden ehkäisemiseksi olemassa olevia keinoja tutkittava yksityiskohtaisesti. Joukkorahoitusta välitetään listaamattomille yrityksille, ja tällaisten usein vasta toimintansa aloittaneiden kasvuyritysten toimintaan liittyy aina merkittäviä ja sijoittajansuojaa heikentäviä riskejä. Tämän vuoksi joukkorahoitukseen sijoittaminen ei koskaan ole riskitön sijoitus, vaan mahdollisuus pääoman menettämiseen niin sijoitus- kuin lainamuotoisessakin joukkorahoituksessa on aina olemassa.

#### 3.1 Taustaa

Finanssikriisin ja siitä seuranneen pankkisäätelyn kiristyminen on johtanut rahoitusmarkkinoilla tilanteeseen, jossa uudentuloille rahoitustavoille on ollut merkittävä tarve. Tästä johtuen myös joukkorahoitus on kasvanut ja saanut merkittävää jalansijaa markkinoilla yritysten uudentulona rahoituskeinona. Vaikka joukkorahoittaminen ei lähtökohtaisesti sisälläkään suurta systeemiriskiä, liittyy siihen merkittäviä tuottoriskejä sijoittajien näkökulmasta tarkasteltuna. Joukkorahoituksen katsottiinkin olevan sen kasvun kiihtymisen aikaan uudentulo rahoituskanava niille sijoittajille, jotka etsivät keskimääräisesti korkeampia tuottoja korkeammalla riskillä.<sup>59</sup> Ennen joukkorahoituslain voimaantulemista yksi merkittävin joukkorahoittamiseen liittyvä riski oli siihen liittyvän sääntelyn puutteellisuus. Joukkorahoitusta säänneltiin ennen virallisen erillislain voimaantulemista useilla eri kansallisilla laeilla, riippuen aina siitä, minkä muotoisesta joukkorahoituksesta kussakin tilanteessa oli kyse. Tällainen lainsäädännöllinen hajautuneisuus ja toiminnan

---

<sup>59</sup> HE 46/2016 vp: 7

sääntelyä tarkentavan erillislain puute johti lopulta siihen, että tarve joukkorahoituslaille katsottiin olevan huomattava. Sitä mukaa kun joukkorahoituksen suosio kasvoi ja toiminta monimuotoistui, hankaloitui silloisten olemassa olevien lakien ja direktiivein jouheva sekä täsmällinen soveltaminen entisestään. Oli täten selvää, että joukkorahoittamisen entistä laajemman kasvun edellytyksenä oli juridisen sääntelykehikon yksinkertaistaminen, johon joukkorahoituslain säätämällä pyrittiin.

Joukkorahoitukseen liittyy lukuisia riskejä, joista tämän tutkielman tutkimuskysymyksen kannalta tärkeimpiä ovat nimenomaan sijoittajiin kohdistuvat riskit. Joukkorahoituksen ollessa vielä suhteessa muihin markkinoiden yritysrahoitusmuotoihin kohtalaisen nuori ja vakiintumaton, liittyy siihen huomionarvoisia riskejä etenkin sijoittajansuojan kannalta. Näitä sijoittajansuojaa uhkaavia riskejä on kuitenkin pyritty lieventämään asettamalla joukkorahoituksen välittäjille juridisia velvollisuuksia, jotka ovat kaikki kirjattu joukkorahoituslakiin 734/2016. Alkuperäisen joukkorahoituslain sijoittajansuojaa tehostavat säännökset ovat suurimmaksi osin implementoitu osaksi lakia sijoituspalveludirektiivistä 2004/39/EY (myöhemmin MiFID I).<sup>60</sup> Joukkorahoituslain luku 3 käsittelee tarkemmin asiakkaansuojaan liittyvää sääntelyä, asettaen välittäjille mm. tiedonantovelvollisuuteen ja muuhun sijoittajiin kohdistuvaan toimintaan liittyviä menettelytapavelvollisuuksia. Joukkorahoituslaki sisältää tämän lisäksi myös joukkorahoituksen saajan tiedonantovelvollisuutta sääteleviä velvoitteita, joita täsmennetään JRL:n 11 §:n lisäksi Valtiovarainministeriön asiasta antamassa asetuksessa. Sijoittajansuojaan kohdistuvia riskejä onkin joukkorahoituksen sääntelyssä pyritty ehkäisemään erityisesti joukkorahoituksen välittäjien ja saajien tiedonantovelvollisuutta tiukentaen. Seuraavissa luvuissa käydään läpi niitä olennaisimpia riskejä, joita joukkorahoituksessa ilmenee ja joita vastaan juridisella sääntelyllä on pyritty taistelemaan sijoittajansuojan varmistamiseksi.

---

<sup>60</sup> Harju 2016: 3–4

### 3.2 Tappioriski

Joukkorahoituksen hankintaan ja välittämiseen sekä siihen sijoittamiseen liittyy lukuisia riskejä, joita on muun muassa alaa säätelevän lainsäädännön selkeyttämisen keinoin pyrittävä ehkäisemään. Kaikkia joukkorahoitukseen liittyviä riskejä ei kuitenkaan ole mahdollista estää vain lain sääntelyä noudattamalla, mistä johtuen riskien tiedostaminen ja niihin varautuminen on tärkeää erityisesti sijoittajien kannalta.

Joukkorahoituksesta voi ensinnäkin toteutua ns. tappioriski. Tappioriskillä tai epäonnistumisen riskillä viitataan sijoittajien varojen menettämiseen liittyvään riskiin. Sijoitusmuotoiseen joukkorahoittamiseen assosioituva epäonnistumisen riski (*engl. default risk*) viittaa siihen, että projektiin tai hankkeeseen varojaan sijoittanut jää sijoituksessaan tappiolle eli sijoitus ei tuota voittoa. Sijoitusmuotoiseen joukkorahoitukseen on katsottu liittyvän aina noin 50% mahdollisuus tappioihin. Tämä arvio noin 50% epäonnistumisesta perustuu puhtaasti kasvuyritysten menestymisprosenttiin, sillä noin puolet kasvuyrityksistä on todettu epäonnistuvan. Täten noin puolet osakepohjaiseen joukkorahoitukseen sijoitetuista varoista ovat tappiollisia, eivätkä näin ollen tuota sijoittajalleen sovittua tuottoa määrätyn aikaikkunan sisällä. Tappioriskillä voimme täten viitata sijoittajille luvattujen maksujen lykkääntymiseen ja jopa laiminlyöntiin.<sup>61</sup>

Tappioriskiin on mahdollista varautua suhteuttamalla sen olemassaolo asetettuun tuottovaatimukseen. Mitä korkeammaksi sijoittaja näkee sijoitustaan uhkaavan tappioriskin, sitä korkeammaksi sen tulisi myös tuottovaatimuksensa asettaa.<sup>62</sup> Yksinkertaisin keino tappioriskin ehkäisemiseksi on sijoitusportfolion muodostaminen sellaiseksi, että se sisältää tarpeeksi hajontaa. Mikäli sijoittaja kohdistaa sijoituksensa vain yhteen tai muutamaankin joukkorahoitusprojektiin, kasvaa tappioriski suuremmaksi, kuin silloin jos varat olisivat hajautettu useiden kampanjoiden kesken. Hajauttaminen usean eri kampanjan kesken johtaa parhaassa tapauksessa siihen, että yhden projektin epäonnistumisesta

---

<sup>61</sup> Kirby & Worner 2014: 23–24. Ks. myös Turtiainen 2016: 254

<sup>62</sup> Agrawal, Catalini & Goldfarb 2013: 20

mahdollisesti aiheutuneet tappiot voidaan kompensoida muista sijoituksista saaduista voitoista.<sup>63</sup> Tämä sama riskinvarautumisen taktiikka pätee myös muuhun sijoittamiseen – ikinä ei ole viisasta asettaa kaikkia ”munia” yhteen koriin.

### 3.3 Petosriski

Joukkorahoittamiseen voidaan erityisesti sijoittajan näkökulmasta liittää myös ns. petosriski. Riski siitä, että sijoittaja joutuu vilpin tai petoksen uhriksi on suuri erityisesti silloin kun sijoittaja itse on rahoitettavaa kohdetta ja sen takana seisovaa yritystä kohtaan liian optimistinen tai muuten vielä toiminnan suhteen kokematon. Joukkorahoitukseen sijoittavat ovat usein ei-ammattimaisia sijoittajia, jolloin niin kompetenssin kuin kokemuksenkin puute voi vaikuttaa sijoittajan tekemiin päätöksiin, ja täten altistaa hänet vilpin riskille.<sup>64</sup> Sijoittajien kokemuksen ja ei-ammattimaisuuden lisäksi vilppiriskin syntymiseen vaikuttaa joukkorahoituslustojen toimintalogiikan rakentuminen. Merkittävä osa joukkorahoituslustoista hyödyntää internetin suomaa anonyyminä pysymisen mahdollisuutta, jolloin riski kyseenalaisten ja petokseksi tarkoitettujen rahoituskampanjoiden perustamiseen on suuri. Anonyyminä pysyminen voi pahimmillaan johtaa erityisesti lainamuotoisessa joukkorahoittamisessa identiteettivarkauksiin, terrorismin rahoittamiseen, kuluttajansuojan loukkauksiin ja yksityisyydensuojarikkomuksiin.<sup>65</sup>

Joukkorahoituksessa petoriski korostuu myös siinä sijoitettavien summien pienyyden vuoksi. Koska joukkorahoitukseen sijoitetaan pääsääntöisesti määrältään pienempiä summia, laskee sijoittajien kampanjaa kohtaan kokema sitoutuneisuus samassa suhteessa. Kun mahdollisesti menetettävä summa on pienehkö, ei sijoittaja välttämättä koe tarpeelliseksi selvittää rahoituskampanjan taustalla olevan yrityksen taustoja liian yksityiskohtaisesti. Tarkemman tutkimisen ja erillisen yritystarkastuksen oma-aloitteinen suorittaminen on sijoittajille raskas ja usein jopa kallis prosessi, jonka hyödyt voivat

---

<sup>63</sup> Kirby & Worner 2014: 25

<sup>64</sup> Agrawal, Catalini & Goldfarb 2013: 19

<sup>65</sup> Kirby & Worner, 2014: 26

lopulta kääntyä negatiivisiksi. Tästä johtuen sijoittajat usein harrastavat sijoituspäätöstä tehdessään ns. vapaamatkustamista, jolloin heidän päätöksensä sijoittaa määrättyyn kampanjaan perustuu muiden päätöksen kopiointiin.<sup>66</sup>

Petoriskin minimoimiseksi joukkorahoituksen välittäjien on tärkeää selvittää rahoituksen hakijaksi haluavan yrityksen taustat. On alustakohtaista, kuinka yksityiskohtaisen ja tar-  
kan yritystarkastuksen (eng. due diligence) se asiakkailleen suorittaa, mistä johtuen petosriskin olemassaolon mahdollisuus voi vaihdella alustoittain. On selvää, että mikäli alusta pystyy resurssiensa nojalla suorittamaan kattavan yritystarkastuksen, jonka tarkoituksena on välttää sijoittajiin kohdistuvia riskejä, luo se itselleen myös hyvää mainetta.<sup>67</sup> Erityisesti lainamuotoiseen joukkorahoitukseen erikoistuneet alustat selvittävätkin usein velalliseksi eli rahoituksen hakijoiksi haluavien yritysten taustat mahdollisimman tarkasti petosriskin minimoimiseksi. On tavallista, että joukkorahoituksen välittämistä harjoittava rahoitusala haluaa kartoittaa rahoituksen hakijoiksi pyrkivien yritysten motivaatiotekijät, selvittääkseen sen onko yrityksen varainkeruukampanjan taustalla halu petoksen tekemiseen.<sup>68</sup>

Vapaaehtoisen tarkastuksen lisäksi joukkorahoituksen välittäjillä on myös juridisia velvollisuuksia, joiden nojalla näiden tulee analysoida rahoituksen hakijoita ennen kuin se päättää välittää näille sijoituksia. Petosriskiä voidaan katsoa joukkorahoituslain säännök-  
sistä minimoivan erityisesti lain 11 §:n mukainen tiedonantovelvollisuus, jonka mukaan joukkorahoituksen välittäjällä on velvollisuus huolehtia rahoituksen saajalle asettuvan tiedonantovelvollisuuden täyttymisestä. Saajan tulee joukkorahoituslain mukaisen tiedonantovelvollisuutensa nojalla luovuttaa itsestään sellaista tietoa, joka on omiaan vaikuttamaan sen arvoon ja maksukykyyn. Vaikka tällaisen rahoituksen saajasta kerätyn informaation varaan ei välttämättä voidakaan perustaa täydellistä arviota siitä, onko yrityksen motivaatio hyvän vai pahantahtoinen, saavat välittäjät kuitenkin hakijasta

---

<sup>66</sup> Agrawal, Catalini & Goldfarb 2013: 19

<sup>67</sup> Gabison 2015: 17

<sup>68</sup> Kirby & Worner 2014: 26

arvokasta taloudellisiin lukuihin perustuvaa informaatiota. Tiedonantovelvollisuuden nojalla saatavan informaation lisäksi välittäjillä on joukkorahoituslain 12 §:n mukainen velvollisuus asiakkaansa tuntemiseen, minkä johdosta rahoituksen saajasta on vapaaehtoisen yritystarkastuksen ohella tehtävä määrätyn laajuinen riskiperusteinen arvio.

### 3.4 Palvelualustariski

Joukkorahoitusta välitetään sille erikoistuneiden palvelualustojen välityksellä, mistä johtuen siihen kytkeytyy myös mahdollisuus alustaa koskevista riskeistä. Joukkorahoitus- alustojen merkittävin riskitekijä on niiden toimimattomuus, sillä alustojen kautta ei ainoastaan mainosteta rahoitusta hakevaa yritystä, vaan mahdollistetaan koko varainkeruun onnistuminen kokonaisuutena. Alustariskillä viitataan täten riskiin siitä, että alusta pitää määrätystä syystä sulkea joko väliaikaisesti tai pahimmassa tapauksessa kokonaan. Joukkorahoitus- alustaan liittyvä riski konkretisoituu erityisesti silloin, kun välittäjä tarjoaa asiakkailleen mahdollisuutta suorittaa esimerkiksi lainamuotoiseen joukkorahoitukseen liittyviä takaisinmaksuja välityksellään. Tämä asettaa luotonantajan eli sijoittajan asemaan, jossa alustan sulkeminen hankaloittaisi merkittävästi sen asemaa joukkorahoituslainan takaisinmaksutilanteessa.<sup>69</sup>

Alustariski ei kuitenkaan koske ainoastaan lainamuotoista joukkorahoitusta, vaan se koskettaa myös muita joukkorahoituksen muotoja, mukaan lukien sijoitusmuotoisen joukkorahoituksen. Koska sijoittajat tekevät sijoituksensa kampanjaan joukkorahoitus- alustan välityksellä, johtaa alustan väliaikainen tai lopullinen sulkeminen siihen, ettei alusta pysty välttämättä suorittamaan sen asettamia palvelulupauksia. Tilanteesta erityisen kriittisen ja riskipitoisen tekee se, jos alusta noudattaa sellaista toimintalogiikkaa, minkä mukaan asiakkaiden varat säilytetään alustalla sen aikaa, kun varainkeruukampanja on kesken. Lisäksi alustan sulkeutumiseen liittyvä riski kasvaa silloin, kun alusta on tavalla

---

<sup>69</sup> Kirby & Worner 2014: 25–26

tai toisella mukana varojen jälkimarkkinakauppojen hallinnoimisessa.<sup>70</sup> Yksi eniten huomiota saaneista alustariskin konkretisoineista tilanteista oli Quackle -nimisen joukkorahoituslaman äkillinen sulkeutuminen vuonna 2011. Quackle lopetti toimintansa ja sulki palvelualustansa yhden yön aikana ilman minkäänlaisia ennakkovaroituksia, mistä johtuen sen asiakkaat kokivat 100 % varojen menetyksen eli tappioriskin.<sup>71</sup>

Useimmat joukkorahoituslaman perustavat asiakasvarojen säilyttämistä varten erilliset tilit, jolloin alustariskin konkretisoimista ongelmia voidaan ehkäistä ja minimoida. Tällöin alustan lopettaessa toimintansa asiakasvarojen säilyttämiseksi ja hallinnoimiseksi perustettu tili voidaan luovuttaa kolmansien osapuolten haltuun, jotka mahdollisen ennalta laaditun suunnitelman mukaisesti huolehtivat varojen palauttamisesta takaisin kullekin sijoittajalle.<sup>72</sup> Joukkorahoituksen välittämiseen erikoistuneet palvelualustat pyrkivät kuitenkin toiminnassaan siihen, ettei lainamuotoiseen joukkorahoitukseen liittyvä takaisinmaksujen maksuliikenne tapahtuisi sen kautta. Tällöin ainakin riskiä siitä, että alustan sulkeutuminen johtaisi takaisin maksujen välittämisen epäonnistumiseen, voidaan sulkea pois.

Alkuperäisen joukkorahoituslain säännöksillä on toimeenpantu MIFID I:n 3 artikla, jonka mukaan laina- ja sijoitusmuotoista joukkorahoitusta välittävät joukkorahoituksen välittäjät eivät saa pitää hallussaan tai hallinnoida muutoin asiakasvaroja. Ennen joukkorahoituslain voimaantulon jälkeen Suomessa toimivat joukkorahoituslaman voimaantulon jälkeen voitiin jaotella puhtaasti kahteen eri ryhmään sen perusteella, millä tavoin alustan välityksellä tapahtuva maksuliikenne on toteutettu. Alustat voitiin jakaa niihin, joiden välityksellä liikkui ainoastaan merkintöjä osakkeisiin ja niihin, joiden kautta kulki myös rahaa. Alustat, jotka ainoastaan välittävät lupauksen merkinnän tekemisestä määrätyn yrityksen osakkeisiin, ei välitä sijoittajien sijoittamia varoja eteenpäin rahoituksen saajille, vaan varsinainen varojensiirto tapahtuu alustan ulkopuolella kampanja-ajan päätyttyä. Vastakohtana näille

---

<sup>70</sup> ESMA 2014/1378: 11

<sup>71</sup> Neelavathi & Chavali: 64

<sup>72</sup> Kirby & Worner 2014: 26

toimivat alustat, jotka tarjoavat sijoittajille mahdollisuuden varojen siirtoon esimerkiksi verkkopankin kautta. Tällöin sijoitetut varat säilytetään erillään muista varoista niille määrätyillä asiakasvaratileillä, ja välitetään eteenpäin rahoituksen saajalle vasta kampanjan onnistuessa.<sup>73</sup> Sittemmin joukkorahoituslain säännöstö asiakasvarojen hallinnoimisesta on sijoitusmuotoista joukkorahoitusta välittävien kohdalla muuttunut, ja asiaa tarkastellaan lähemmin tämän tutkielman luvussa 5.3.

Suomen lainsäädännön asettamien säännösten puitteissa joukkorahoitusaloja koskeva palvelualustariski voidaan näkemykseni mukaan minimoida, ellei jopa poistaa kokonaan. Käytännössä voimassa oleva lainsäädäntö ja sen noudattamisen tulisi estää se, että asiakkaiden varat katoaisivat palvelualustan sulkeutumisen johdosta kokonaan. Joukkorahoituslain 10 § käsittelee rekisteröityneiden joukkorahoituksen välittäjien mahdollisuutta hallinnoida asiakkaiden varoja, asettaen välittäjille mm. velvollisuuden pitää asiakkaiden varat erossa alustan omista varoista. Tämän lisäksi lain 10 §:n mukaan asiakkaiden varojen hallinta tulee järjestää luotettavalla tavalla siten, etteivät myöskään asiakkaiden varat keskenään sekoitu, vaan ne ovat talletettu Suomessa tai muussa Euroopan valtiossa sijaitsevan talletuspankin pankkitilille. Asiakkaiden varat eivät täten lain mukaan saa koskaan sekoittua keskenään, vaan jokaisen asiakkaan varat tulee säilyttää erillään niin muiden asiakkaiden kuin alustan omistakin varoista. Tällainen varojen erillään pitäminen tapahtuu useimmiten siten, että joukkorahoituksen välittäjä tallettaa tehdyt sijoitukset ns. asiakasvaratilille, joiden käytön valvonta on välittäjien vastuulla. Tällaiselle asiakkaiden varojen hallinnoimiseen ja eristämiseen tarkoitetulle tilille ei voida tallettaa muita kuin sellaisia asiakkaan varoja tai maksuja, jotka suoraan liittyvät joukkorahoituksen välittämiseen. Myöskään sellaisia maksuja ei voida asiakasvaratilin läpi tallettaa tai siirtää, joilla ei ole yhteyttä nimenomaisesti joukkorahoituksen välittämiseen. Hallituksen esityksessä on mainittu myös siitä, ettei asiakkaiden varoja koskaan voida vastaanottaa muulle tilille, kuin asiakasvaratilille. Mikäli asiakkaan sijoittamien varojen tallettaminen suoraan asiakasvaratilille ei ole kyseisellä hetkellä mahdollista, tulee varat siirtää asiakasvaratilille viipymättä. Täten niin alusta- kuin petoriskiäkin vähentävä

---

<sup>73</sup> HE 46/2016 vp: 76



asiakasvaratili on käytettävissä aina vain asiakkaiden tallettamien varojen säilyttämiseen ja välitykseen.<sup>74</sup>

Kaikkien joukkorahoitukseen liittyvien riskien ohella palvelualustariski tuottaa näkemykseni mukaan kuitenkin merkittävän haasteen sijoittajansuojalle. Vaikka riski asiakasvarojen täydellisestä katoamisesta esimerkiksi alustan konkurssitilanteessa on lähes mahdoton asiakasvaroja koskevan sääntelyn johdosta, eivät muut sijoittajansuojan kannalta avoimet riskit poistu koskaan kokonaan. Joukkorahoitukseen sijoittavat ovat ei-ammattimaisia sijoittajia, joiden taidot ja kokemus sijoittamisesta voivat olla hyvinkin alkeellisia. Joukkorahoittaminen on oman näkemykseni mukaan harvinaislaatuinen siksi, että siinä korostuu muita sijoitusmuotoja enemmän alustojen rooli ja merkitys sijoitusprosessissa. Koska rahoitusala on prosessin osapuolista se, joka vastaanottaa ja tallettaa asiakkaiden varat eteenpäin asiakasvaratileille, ja siitä lopulta mahdollisesti onnistuneeseen projektihankkeeseen, on tämän osapuolen toimittava erinomaisesti, hyvää tapaa ja ennen kaikkea lakia noudattaen. Mikäli näin ei ole, vaan alusta on epäluotettava eikä noudata toiminnassaan lainsäädäntöä tai muutoin harjoittaa toimintaansa epävakaasti, on sijoittajansuoja mielestäni uhattuna merkittäväällä tavalla.

### 3.5 Likviditeettiriski

Sijoitusmuotoiseen joukkorahoittamiseen liittyy aina erityinen kysymys likvidaatiosta ja jälkimarkkinoista, sillä joukkorahoitusta ei voi joukkorahoituslain hakea pörssiyhtiö, jonka osakkeet ovat listattuja pörssiin. Joukkorahoituksen hakijoina toimivat täten aina listaamattomat yritykset. Jälkimarkkinoilla eli niin sanotuilla sekundäärimarkkinoilla tarkoitetaan sitä mahdollisuutta, joka sijoittajilla on keskinäiseen kaupankäyntiin ensimarkkinoilta ostamillaan rahoitusinstrumenteilla. Kun liikkeesenlasku on tapahtunut, ovat joukkovelkakirjat tai osakkeet jälkimarkkinakelpoisia, jolloin ne sisältävät

---

<sup>74</sup> HE 46/2016 vp: 117

mahdollisuuden eteenpäin myymiselle.<sup>75</sup> Jälkimarkkinoiden voidaan täten sanoa olevan rahoitusvälineiden kaupankäynnin markkinat. Tällä hetkellä Suomessa on vain muutamia toimijoita, jotka tarjoavat mahdollisuuden listaamattomien osakkeiden myymiselle, mistä johtuen ei voida vielä puhua vakiintuneista jälkimarkkinoista. Merkittävänä edelläkävijänä jälkimarkkinoiden luomisessa toimivat Invesdor Oy ja Privanet Oy, jotka ovat yhteistyöllään pyrkineet mahdollistamaan niin osakkeiden kuin siirtokelpoisten joukkolainojen ja bondien realisoinnin tarjoamansa jälkimarkkinamahdollisuuden avulla.<sup>76</sup>

Jälkimarkkinoilla tarkoitetaan osakkeiden ja velkakirjojen sekundäärimarkkinoita, joilla sijoittajat voivat myydä ja ostaa hankkimiaan rahoitusinstrumentteja, ja muuttaa ne likvideiksi eli rahaksi. Sijoitusmuotoisen joukkorahoituksen kohdalla on aina olemassa niin sanottu likviditeettiriski, joka syntyy pääsääntöisesti siksi, että joukkorahoituksessa yleisimmin käytettäville rahoitusinstrumenteille eli ns. joukkorahoitusinstrumenteille on toistaiseksi Suomessa vain muutamia jälkimarkkinapaikkoja. Se, ettei joukkorahoitusinstrumenteilla ole jälkimarkkinoita tarkoittaa myös sitä, ettei näillä instrumenteilla ole mahdollista käydä sellaista kauppaa, minkä yhteydessä ne olisivat muutettavissa rahaksi. Tästä johtuen joukkorahoittamiseen, ja eritoten sijoitusmuotoiseen sellaiseen, liittyy likviditeettiriski eli riski instrumenttien rahaksi muuttamisen hankaluudesta tai jopa mahdottomuudesta.<sup>77</sup>

Jälkimarkkinoiden puutteen voidaankin katsoa vaikuttaneen joukkorahoituksen suosioon ja markkinoihin negatiivisesti, ollen eräänlainen pidäke joukkorahoittamisen toimialalle yleisesti. Uudet sijoittavat saattavat jopa karttaa joukkorahoitukseen sijoittamista sen heikon likvidaation johdosta, mistä johtuen sijoitusmuotoisen joukkorahoituksen yleinen suosio on hyvinkin riippuvainen siitä, millaiseksi jälkimarkkinat alalla kehittyvät tulevaisuudessa.<sup>78</sup> Merkittävin syy joukkorahoituksen jälkimarkkinoiden puutteeseen on sillä välitettävien osakkeiden muoto. Koska joukkorahoituksessa välitetään vain

---

<sup>75</sup> Knüpfer & Puttonen 2018: 90

<sup>76</sup> Invesdor 2015

<sup>77</sup> Turtiainen 2016: 256

<sup>78</sup> Wiltens 2016

listaamattomien yritysten osakkeita, ei näitä ole mahdollista myydä tai ostaa perinteisin keinoin arvopaperimarkkinoilla. Täten listamaattomien osakkeiden rahaksi muutettavuus on heikko, eikä takeita myymismahdollisuudelle välttämättä ole.

Se että yritys, jonka osakkeita joukkorahoituksen muodossa ostetaan on listamaaton merkitsee kuitenkin syntyvän riskin kannalta vielä enemmän silloin kun yritys itse on kasvuyritys ns. arvoyhtiön sijaan. Kasvuyritysten menestyminen on aina epävarmaa ja vain noin joka kymmenes kasvuyritys päättyy lopulta olemaan menestyksenkäs liiketoiminnassaan. Tämän faktan tiedostaessaan myöskään sijoittajat eivät ole halukkaita luomaan jälkimarkkinoita myymällä osuuksiaan pois, sillä toivo yrityksen onnistumisesta motivoi näitä. Sijoittajat saattavatkin usein odottaa ostamisen jälkeen sitä, että kohdeyritys kasvaisi entisestään, ja lopulta jokin suurempi yritys olisi halukas ostamaan sijoittajan omistamat osakkeet pois. Tällaisen vastapuolena on puolestaan mahdollisuus kasvuyrityksen kariutumiselle, minkä johdosta osakkeita on entistä vaikeampi tai konkurssin tapauksessa jopa mahdotonta myydä eteenpäin.<sup>79</sup>

Useimpien sijoitusmuotoiseen joukkorahoitukseen sijoittavan motiivina ovat täten taloudelliset ja voitontuottamiseen liittyvät syyt. Sijoittajan pyrkiessä sijoitusmuotoiseen joukkorahoitukseen sijoittamalla käsiksi aina suurempiin ja suurempiin tuottoihin, voi sijoituskohteen ei-likvidiys ja siihen liittyvät riskit helposti unohtua. Tästä johtuen voimakin katsoa, että likviditeettiriski johtaa juurensa myös tappioriskiin. Ei-likvideihin osakkeisiin, joiden myymismahdollisuuksista ei ole selkeitä takeita, sijoittaminen voi pahimmassa tapauksessa johtaa sijoitettujen varojen menettämiseen eli tappioriskin konkretisoitumiseen.<sup>80</sup>

Sijoittajansuojan kannalta likviditeettiriskin olemassaolo tulee huomioida myös lainsäädännössä, vaikka vastuu riskin ottamisesta ja siihen liittyvien seuraamusten selvittämisestä onkin aina sijoittajalla itsellään. Sijoittajansuojan parantaminen on ollut yksi

---

<sup>79</sup> Nieminen 2019

<sup>80</sup> Kirby & Worner 2014: 27

joukkorahoituslain säätämisen perustavoitteista, ja täten sitä onkin pyritty kehittämään erityisesti välittäjien ja joukkorahoituksen saajien velvollisuuksia täsmentäen ja tiukentaen. Joukkorahoituksen saajan on joukkorahoituslain 5 luvun 21 §:n mukaan noudatettava paikoittain toiminnassaan myös Valtiovarainministeriön asetuksen 1045/2016 sisältämiä joukkorahoituksen saajan tiedonantovelvollisuutta tarkentavia säännöksiä. Valtiovarainministeriön asetus joukkorahoituksen saajan tiedonantovelvollisuuden sisällöstä ja rakenteesta säättää joukkorahoituksen saajan tiedonantovelvollisuutta velvoittamalla tämän laatimaan perustietoasiakirjan. Tämä perustietoasiakirja sisältää keskeiset joukkorahoitusta koskevat tiedot, ja se tulee pitää koko tarjouksen voimassaoloajan sijoittajien saatavilla. Asetuksen 3 luvun 6 §:n mukaan saajalla on velvollisuus ilmoittaa niistä riskeistä, joita sijoituskohteeseen liittyy. Joukkorahoituksen tapauksessa saajan tulee antamassaan riskivaroituksessa mainita erityisesti listaamattomiin osakkeisiin yhdistettävästä jälkimarkkinaongelmasta. Asetuksen 6 §:n kolmannen momentin mukaan saaja on velvollinen ilmoittamaan perustietoasiakirjassa sen, ettei sijoittajalla välttämättä ole mahdollisuutta myydä sijoituskohdetta juuri haluamaan hetkenään tai jopa ollenkaan.<sup>81</sup> Kun sijoittajaa on pätevästi ja lakia noudattaen informoitu tällaisen likviditeettiriskin olemassa olost, on sijoittajan vastuulla arvioida se, haluaako tämä ottaa riskin vai ei. Voimme myös löytää perustietoasiakirjan laadintavelvollisuudesta selkeän yhteyden kappaleessa 3.2 esitellyn tappioriskin ehkäisemiselle – kun sijoittajaa on pätevästi informoitu rahoitukseen liittyvistä riskeistä, on se myös tietoinen mahdollisten tappioiden realisoitumisen mahdollisuudesta joukkorahoitukseen sijoittaessaan.

### 3.6 Informaatoriski

Perinteisesti joukkorahoittamisen on nähty olevan yleispiirteiltään hyvin samankaltaista kuin traditionaalinen yritysrahoittaminen. Koska yhteys niin sanotun perinteisen yritysrahoittamisen ja joukkorahoittamisen välillä on selkeä, liittyy myös

---

<sup>81</sup> VMA 1045/2016

joukkorahoittamiseen yritysrahoitukselle ominainen epäsymmetrisen informaation ongelma.<sup>82</sup> Joukkorahoittamiseen liittyy siten myös informaatoriski, joka syntyy joukkorahoituksen saajan ja siihen sijoittavan välillä vallitsevan epäsymmetrisen informaation olemassa olon johdosta<sup>83</sup>. Kun joukkorahoitukseen sijoittavalla ei ole mahdollisuutta saada sitä samaa informaatiota käsiinsä kuin joukkorahoituksen saajalla on, syntyy osapuolten välille kuilu informaation tasa-arvoisuuden suhteen. Tätä kuilua, informaation epätasaista ja puolueetonta jakautumista, voidaan kutsua epäsymmetriseksi informaatioksi.

Joukkorahoittamiseen liittyvä informaatoriski oli merkittävämpi aikana ennen joukkorahoituslain voimaan astumista. Nykyisin joukkorahoituslaki asettaa tiukan tiedonantovelvollisuuden joukkorahoituksen saajille, minkä johdosta informaation epätasaisen ja epäoikeudenmukaisen jakautumisen mahdollisuus ja riski on huomattavasti pienentynyt. Koska joukkorahoituslailla on pyritty takaamaan sijoittajille korkea sijoittajansuoja, ei informaatoriskille voida oman näkemykseni mukaan antaa enää nykyisen lainsäädännön puitteissa suurta uhka-arvoa. Informaatoriskin ei mielestäni kuitenkaan voida katsoa koskettavan ainoastaan joukkorahoituksen saajan ja sijoittajan välistä suhdetta, vaan epäsymmetristä informaatiota voi myös näkemykseni mukaan esiintyä sijoittajan ja palvelualustan, sekä palvelualustan ja joukkorahoituksen saajan välillä. Tästä johtuen on erityisen tärkeää, että sijoittajaan nähden voimakkaammat osapuolet, rahoituksen saaja ja palvelualusta, ovat lain nojalla velvoitettuja luovuttamaan määrätyt tiedot itsestään kaikkien prosessiosapuolten saataville. Joukkorahoituslain 3 luvun 11 § säätelee lähinnä joukkorahoituksen saajan tiedonantovelvollisuutta, kun taas joukkorahoituksen välittäjiä koskevan tiedonantovelvollisuuden säännökset ovat kirjattuna sijoituspalvelulakiin.

Joukkorahoituslain 11 §:n mukaan joukkorahoituksen saajan tiedonantovelvollisuus koskee sellaisia tietoja, joiden perusteella rahoituksen saajaa ja sen toimintaa arvioidaan, ja joiden perusteella myös sijoittaja todennäköisesti muodostaa käsityksensä rahoituksen

---

<sup>82</sup> Kivistö 2015: 7

<sup>83</sup> Turtiainen 2016: 255

hakijasta. Mikäli saaja luovuttaa itsestään, markkinoimastansa tuotteestaan tai vaikkapa siitä hankkeesta, jota varten rahoitusta kerätään sellaista tietoa, jonka voidaan katsoa johtavan joukkorahoitukseen sijoittavia harhaan, tulee saajan oikaista annettu tieto viipymättä.<sup>84</sup> Lakiin kirjattujen tiedonantovelvollisuussäännösten ensisijaisena tarkoituksena on näkemykseni mukaan vähentää prosessin osapuolten välistä informaation epäsymmetriaa, toisin sanoen kitkeä informaatoriski. Kun rahoitusprosessin vahvemmat osapuolet, saaja ja välittäjä, ovat velvoitettuja luovuttamaan sijoittajien haltuun sellaista informaatiota, joihin sijoittajilla ei välttämättä olisi itsenäisesti pääsyä, mutta jolla on vaikutusta sijoittajien tekemiin päätöksiin, toteutuu prosessissa oikeudenmukaisuus. Sijoittajat perustavat ainakin osaksi sijoituspäätöksensä sen informaation pohjalle, joita se rahoitusta hakevasta yrityksestä saa. On kuitenkin muistettava, että vaikka sijoittajille on lain nojalla luovutettava hyvinkin yksityiskohtaista tietoa rahoituksen saajasta, ovat sijoittajat aina loppupeleissä itse vastuussa siitä, kuinka se hyödyntää saamaansa informaatiota sijoituspäätöksen yhteydessä. Joukkorahoitus toteutetaan internetissä, eikä laajakaan yritystarkastus tai lain nojalla luovutettu tieto kerro sijoittajalle rahoitusta hakevan yrityksen motivaatiosta, sitoutuneisuudesta tai siitä, tuleeko rahoituksen kohteena oleva hanke menestymään<sup>85</sup>. Koska joukkorahoitukseen sijoittavat ovat pääsääntöisesti ei-ammattimaisia, ei heidän taitonsa tai kokemuksena sijoittamisesta ja yritysten laadullisesta arvioinnista ei ole välttämättä yhtä vahvaa, kuin ammattimaisilla sijoittajilla. Täten on tärkeää, että yritykset ovat velvoitettuja luovuttamaan määrätyt tiedot sijoittajille, pyrkien täten suojaamaan sijoittajia ja vähentämään epäsymmetristä informaatiota. Informaatoriskiltä voidaan aina suojautua, mutta sitä ei voida koskaan kitkeä kokonaan. Viime kädessä sijoittaja on kuitenkin aina itse vastuussa tekemästään sijoituspäätöksestään, vaikka sen asema onkin turvattu joukkorahoitus- ja sijoituspalvelulakien mukaisella tiedonantovelvollisuudella.

---

<sup>84</sup> HE 46/2016 vp: 117

<sup>85</sup> Agrawal, Catalini & Goldfarb 2016: 112

### 3.7 Muut sijoittajaa uhkaavat riskit

Aiemmin luettelemani riskit ovat oman näkemykseni mukaan niitä, jotka uhkaavat sijoittajia ja täten näiden sijoittajansuojaa joukkorahoituksen piirissä merkityksellisimmin. Täten mainitut riskit ovat myös niitä, joita vastaan joukkorahoitusta säätelevässä lainsäädännössä on varauduttu, jotta niiden realisoitumisen aiheuttama haitta voitaisiin minimoida. Joukkorahoittamiseen liittyy kuitenkin myös lukemattomia muita riskejä, joiden käsitteleminen on olennaista sijoittajansuojan tärkeyden hahmottamiseksi, mutta joihin ei oman näkemykseni mukaan ole suoraa sääntelyä laissa.

Ensimmäisenä tällaisista riskeistä mainittakoon ns. *diluutio*. Diluutio liittyy osakepohjaiseen joukkorahoittamiseen silloin, kun rahoitusta hakeva yhtiö on sitoutunut myös myöhemmin rahoituskierron järjestämiseen.<sup>86</sup> Diluutiolla tarkoitetaan tilannetta, jossa yrityksen osakkeenomistajan omistus vähenee suhteellisesti silloin kun yritys saa jatkorahoitusta. Toisin sanoen diluutio tarkoittaa siis osakkeenomistajien omistuksen suhteellisen määrän laskemista silloin, kun yritys päättää hakea jatkorahoitusta uuden rahoituskierron keinoin. Kun yritys järjestää uuden rahoituskierron toteutuu diluutio, mikäli vanhat osakkeenomistajat eivät osallistu myös uudelle kierrokselle, ja hanki sen aikana lisää osakkeita vähintään alkuperäisen omistuksen suhteessa.<sup>87</sup>

Pääsääntöisesti diluution voidaan katsoa syntyvän siitä, että joukkorahoituskierron jälkeen yritys avaa uuden rahoituskierron, jossa pääasiallisina sijoittajina ovat todennäköisesti enkeli- tai pääomasijoittajat. Nämä toisen kierroksen sijoittajat vaativat usein kohdeyrityksestä suuren omistusosuuden, jolloin kasvuyritykset turvautuvat usein laskemaan liikkeelle lisää osakkeita, vähentäen täten aikaisempien omistajien suhteellista omistusprosenttia yrityksen osakekannasta.<sup>88</sup> Vaikka kansallisessa lainsäädännössä ei suoranaisesti suojatakaan sijoittajia diluutioriskiltä, voidaan sijoittajien suojana katsoa olevan yhtiöjärjestykseen otettava etuosto-oikeus -lauseke. Etuosto-oikeuden

---

<sup>86</sup> Euroopan Komissio 2016: 16

<sup>87</sup> Invesdor 2015

<sup>88</sup> Dorff 2013: 24–25

tarkoituksena on suojata sijoittajia osakkeiden suhteellisen omistuksen vähenemiseen liittyvältä mahdollisuudelta, ja turvata omistuksen säilyminen uuden rahoituskierron ja tästä syntyvän osakeannin varalta. Käytännössä sijoittajan näkökulmasta sijoittaminen on täten diluutioriskin sisältävää, mikäli joukkorahoituksen saajan yhtiöjärjestys ei sisällä etuosto-oikeuden lauseketta. Tällöin sijoittajan omistamien osakkeiden arvo todennäköisesti laskee, kun yritys seuraavien tulevien rahoituskierron yhteydessä laskee liikkeelle lisää osakkeita. Mikäli sijoittajia ei ole ajoissa ennen ensimmäisen rahoituskierron aloittamista informoitu siitä, että yhtiö tulee todennäköisesti järjestämään uusia rahoituskierron tulevaisuudessa, eivät sijoittajat voi ehkäistä diluutioriskiä muutoin kuin sitouttamalla itseänsä yhtiöön. Tällä sitoutumisella viitataan siihen, että mikäli yhtiön yhtiöjärjestys ei sisällä etuosto-oikeuden lauseketta, eikä sijoittaja ole ennakoinut uusia rahoituskierron, on sen ainoa keino diluution ehkäisyyn ostaa yhtiön osakkeita aina uuden rahoituskierron aikana.<sup>89</sup>

Diluutioriskin koskiessa joukkorahoituslailla säädeltävistä joukkorahoituksen muodoista ainoastaan sijoitusmuotoista joukkorahoitusta, sisältää lainamuotoinen joukkorahoitus puolestaan vakuuksiin liittyvän riskin. Vakuudettomuuden olemassaolo on tärkeä huomioonotettava riski siksi, että sillä on selkeä yhteys niin sijoitus- kuin lainamuotoiselle joukkorahoitukselle ominaiseen pääoman menettämisen riskiin eli tappioriskiin. Joukkorahoituksessa välitettävät lainat ovat pääsääntöisesti vakuudettomia, jolloin niihin kohdistuu aina riski siitä, ettei rahoitusta hakenut yritys pysty maksamaan lainattua summaa takaisin sijoittajille. Pahimmassa tapauksessa vakuudettomuus voi siis johtaa tappioriskiin, jolloin sijoittaja menettää sijoittamansa summan lisäksi ne korkotulot, jotka laina olisi maturiteettinsa aikana kerryttänyt. Mikäli rahoituksen saaja ajautuu esimerkiksi maksukyvyttömäksi, ovat vakuudelliset lainat aina etuoikeutettuja suhteessa vakuudettomiin.<sup>90</sup> Vakuudettomat joukkorahoituksen keinoin annetut lainat ovat täten lainan takaisinmaksutilanteessa huonommalla etusijalla kuin vakuudelliset. Sijoittajansuojan näkökulmasta vakuudettomuus on mielestäni sellaisen riskin synnyttävä tekijä, jota ei voida

---

<sup>89</sup> Nylander 2018: 33–34

<sup>90</sup> Invesdor 2015



nykylainsäädännön puitteissa torjua. Jokaisen sijoittajan on täten itse oltava tietoinen siitä, mitä vakuudeton lainaaminen tarkoittaa, ja millaisia riskejä se voi pahimmillaan realisoida. Toisaalta voitaneen ajatella, että koska joukkorahoitukseen sijoitettavat summat ovat jo lähtökohtaisesti pienempiä kuin pääoma- tai enkelisijoittajien tekemät sijoitukset, ei pääoman menettäminen vakuudettomuuden vuoksi ole sijoittajien ensisijainen este sijoituspäätöksen tekemiseksi. Riskin tiedostaminen on kuitenkin tärkeää, erityisesti siksi, ettei joukkorahoituksen takaama sijoittajansuoja siihen täysin yllä.

## 4 Joukkorahoituksen oikeudellinen sääntely ja suhde sijoittajansuojaan

Tämän kappaleen tarkoituksena on käsitellä joukkorahoitusta säätelevää kansallista lainsäädäntöä ja sitä, kuinka juridinen sääntely näkyy sijoittajansuojaan vaikuttavan tekijänä. Luku perehtyy tarkemmin MiFID II -direktiivin joukkorahoitus- ja sijoituspalvelulaissa aiheuttamiin muutoksiin, ja analysoi näiden muutosten merkitystä suhteessa sijoittajansuojaan. Koska tutkielman tavoitteena on arvioida sijoittajansuojan toteutumista joukkorahoituksessa ja sen eri toimintamuodoissa, peilataan luvussa keskenään alkuperäistä ja ajantasaista joukkorahoituslakia.

### 4.1 Sijoittajansuojan toteutuminen lainsäädännössä

Joukkorahoittamisessa on kyse sijoittajan, joukkorahoituksen välittäjän ja joukkorahoituksen saajan välisestä yhteistyöstä, jota voidaan nimittää osapuolten väliseksi kolmikasuhteeksi. Jotta joukkorahoituksen voitaisiin prosessinäkökulmasta katsoa olevan toimivaa, tulee jokaisen rahoitukseen osallistuvan osapuolen olla tietoinen omasta roolistaan, velvollisuuksistaan ja oikeuksistaan tässä rahoitusprosessissa.<sup>91</sup>

Näistä kolmesta osapuolesta sijoittajan voidaan näkemykseni mukaan katsoa olevan heikoinnassa asemassa oleva osapuoli, mistä johtuen joukkorahoituksen on turvattava erityisesti ei-ammattimaisille<sup>92</sup> sijoittajille riittävän tasoinen sijoittajansuoja. Joukkorahoitus on vakiintumattomuutensa johdosta lukuisia riskejä sisältävä uudenlainen rahoitusmuoto, joka sisältää sijoittajansuojan kannalta merkittäviä haasteita. Ennen vuotta 2016 joukkorahoitusta säädeltiin lukuisilla eri laeilla, joka teki sen juridisesta sääntelykentästä epäselvän ja haastavan. Monien lakien ristiinsoveltamisen ei kuitenkaan nähty toimialan alati kehittyessä olevan tehokasta tai tarpeenmukaista sijoittajansuojaa ylläpitävää,

---

<sup>91</sup> Kallio & Vuola 2018: 72

<sup>92</sup> Ks. ei-ammattimaisen sijoittajan tarkka määritelmä SipaL 1 luku 23 §

minkä johdosta joukkorahoittamiselle oli säädettävä oma lakinsa, joukkorahoituslaki (734/2016).<sup>93</sup>

Joukkorahoituksen merkittävimmäksi haasteeksi katsottiin sijoittajansuojan heikko taso, minkä johdosta joukkorahoituslakia valmisteltaessa lain ensisijaiseksi ja merkittävimmäksi tavoitteeksi asetettiin sijoittajansuojan parantaminen sääntelyä selkeyttämällä. Joukkorahoituksessa sijoittajansuoja perustuu hyvin pitkälle riskien olemassa olon tiedostamiselle, ja niiden ennakoimiselle parhaalla mahdollisella tavalla. Joukkorahoitusta säätelevän lain tulikin säännöksillään varautua olemassa oleviin riskeihin, pyrkiä tuomaan ne läpinäkyviksi kaikille alalla toimiville osapuolille, ja poistaa näitä riskejä eliminomalla ne oikeanlaisella sääntelyllä.<sup>94</sup>

Tämän lisäksi sijoittajansuojan voidaan katsoa syntyvän hyvin pitkälle sen perusteella, millaista informaatiota sijoittajille rahoituksen yhteydessä ja sitä ennen tarjotaan. Joukkorahoittamiseen osallistuvat sijoittavat ovat usein ei-ammattimaisia, mistä johtuen näiden osaaminen ja kokemus sijoittamisesta sekä siihen assosioituvista riskeistä voi olla hyvinkin heikolla lähtötasolla. Ei-ammattimaisten sijoittajien lähtökohtaisesti ammattimaisia sijoittajia heikompi osaamistaso luo merkittävän tarpeen näiden suojaamiselle, sillä ilman erillistä suojelua markkinat tuskin olisivat toimivat, houkuttelevat, saatikka tasa-arvoiset. Ennen virallista erillislakia sijoittajansuojan heikko taso yhdistettynä joukkorahoitustoimintaan liittyvään korkeariskisyyteen vaikutti negatiivisesti joukkorahoituksen yleistymisnäkyymiin. Sijoittajilla ei ollut syytä luottaa markkinoihin, sillä heillä ei katsottu olevan lainsäädännöllistä turvaa takaamassa näille sijoittajansuojan nojalla kohdistuvia oikeuksia.<sup>95</sup> Jotta sijoittajien asemaa rahoitusprosessin heikoimpana osapuolena voitiin halutun mukaisesti vahvistaa, tuli joukkorahoituslakia säätäessä keskittyä joukkorahoituksen saajien ja välittäjien tiedonantovelvollisuuksien uudistamiseen<sup>96</sup>.

---

<sup>93</sup> Ks. esim. Harju 2016: 2–3

<sup>94</sup> Turtiainen 2016: 256

<sup>95</sup> Nylander 2018: 31

<sup>96</sup> Valtiovarainministeriö 2016a

Joukkorahoituksessa sijoittajansuoja on turvattu siis ensisijaisesti joukkorahoituslailla, jonka säätämisessä on keskitytty luomaan sellaista sääntelyä, joka turvaa ei-ammatti- maisten sijoittajien aseman. Joukkorahoituslain kolmas luku sisältää kolme asiakkaan- suojaamiseen keskittyvää pykälää, joiden tarkoituksena on eritellä joukkorahoituksen välittäjien menettelytapoja ja velvollisuuksia suhteessa sijoittajiin, säädellä joukkorahoituksen saajaa koskevaa tiedonantovelvollisuutta, ja käsitellä sijoittajansuojan läheisesti liittyvää asiakkaan tuntemista. Joukkorahoituslain voidaankin katsoa kehittävän ja parantavan sijoittajansuojaa nimenomaisesti tiedonantovelvollisuutta kiristämällä, sillä aiemmin mainitun mukaan joukkorahoittamiseen liittyvän sijoittajansuojan voidaan nähdä syntyvän erityisesti sen pohjalta, millaista informaatiota sijoittajille annetaan ennen sijoituspäätöstä ja rahoituksen toteutuessa sekä sen jälkeen. Tiedonantovelvollisuutta säätelevien säännösten ohella joukkorahoituslain tarjoama sijoittajansuoja toteutuu erityisesti välittäjiä koskevalla sääntelyllä, joukkorahoituslain asettaessa välittäjinä toimiville osapuolille lukuisia sijoittajansuojan liittyviä velvollisuuksia. Joukkorahoituslain alkuperäiset säännökset ovat kuitenkin muuttuneet vuoden 2016 jälkeen mm. MiFID II -direktiivin 3 artiklan implementoinnin johdosta, jonka yhtenä keskeisenä tarkoituksena on joukkorahoituslain tavoitteiden tapaan ollut sijoittajansuojan vahvistaminen erityisesti sijoituspalveluyrityksien toimintatapojen säätelemisellä.<sup>97</sup> MiFID II -direktiivin voimaantulon johdosta joukkorahoituslaki on kokenut joukkorahoituksen välittäjien toimintaa kiristäviä muutoksia ja se, kuinka laajalti välittäjien toimintaa säädellään, perustuukin sille millä toimintamuodolla välittäjä toimii.

Joukkorahoituslain ohella joukkorahoitukseen kohdistuvaa sijoittajansuojaa ylläpitää joukkorahoitusasetus. Valtiovarainministeriön 8.12.2016 antama asetus (2016/1045) sisältyy noudettavana säännöksenä joukkorahoituslakiin, ja sen tarkoituksena on täsmen- tää joukkorahoituksen saajan tiedonantovelvollisuutta sen sisällön ja rakenteen näkökul- masta. Tämän joukkorahoituksen saajaa velvoittavan tiedonantovelvollisuuden lähtö- kohtainen tarkoitus on parantaa sijoittajansuojaa lisäämällä sijoittajien ymmärrystä

---

<sup>97</sup> Ks. MiFID II -direktiivi kohta 7

kohdeyrityksestä sekä sen tarjoamasta sijoituskohteesta.<sup>98</sup> Joukkorahoitusta säätelevän asetuksen on katsottakin parantaneen sijoittajansuojaa jo vain lyhyen ajan jälkeen sen voimaantulosta, sillä se on edistänyt sijoittajien kevyempiä toimintaedellytyksiä markkinoilla näiden saadessa aiempaa paremmat resurssit tarkastella rahoitusta hakevia yrityksiä ja vertailla näiden tarjoamia kohteita keskenään<sup>99</sup>. Joukkorahoitusasetuksen perustietosasiakirjaa käsitellään tarkemmin tämän tutkielman kappaleessa 5.2

## 4.2 MiFID I -direktiivi joukkorahoituslain taustalla

Joukkorahoituslain kolmas luku käsittelee kokonaisuudessaan sääntelyllään sitä, kuinka asiakkaansuoja eli sijoittajansuoja pyritään toteuttamaan vallitsevan lain puitteissa. Joukkorahoituslain ensisijainen tavoite on ollut vastata joukkorahoitusta koskevaan epävarmuuden ongelmaan selkeyttämällä alan sääntelyä, luoden täten sijoittajille suojaa heikompana osapuolena. Siinä missä joukkorahoituslailla on hallituksen esityksen mukaan pyritty kohentamaan sijoittajansuojaa, on sen tavoitteena ollut myös alan sääntelyn keventäminen määrättyjä raskaaksi koettuja hallinnollisia menettelytapoja poistamalla.

Joukkorahoituslain alkuperäisissä säännöksissä välittäjien kannalta kevyempi sääntely oli huomioonotettu implementoimalla siihen rahoitusvälineiden markkinat -direktiivin eli MiFID I:n artikla 3. MiFID I -direktiivin artikla 3 mahdollisti Euroopan unionin jäsenvaltioille artiklan säännösten vapaaehtoisen soveltamisen sijoitusmuotoiseen joukkorahoitukseen, minkä johdosta artiklan implementointi tarjosi mahdollisuuden toimilupavaatimusten poistamisen koskemaan sijoitusmuotoista joukkorahoitusta välittäviä palvelu-alustoja.<sup>100</sup> Vuonna 2007 sovellettavaksi tulleen direktiivin tarkoituksena on sitä seuranneen MiFID II -direktiivin tapaan vaikuttaa parantavasti sijoittajansuojaan, ja ketteröittää rahoitusmarkkinoiden toimintaa mm. markkinaosapuolten tiedonantovelvollisuutta

---

<sup>98</sup> Kallio & Vuola 2018: 295

<sup>99</sup> Ekholm 2017

<sup>100</sup> Valtiovarainministeriö 2016a

tarkentamalla<sup>101</sup>. Vaikka joukkorahoituslakiin otettiin välittäjien näkökulmasta kevyemmän menettelyn vuoksi huomioon MiFID I -direktiivin mukainen rekisteröintivelvollisuus raskaaksi koetun toimilupavaatimuksen sijaan, jouduttiin joukkorahoituslakia tämän osalta muuttamaan vuonna 2018 voimaanastuneen MiFID II -direktiivin mukaisesti.

### 4.3 MiFID II -direktiivin vaikutus joukkorahoituslakiin

MiFID I -direktiivi koki uudistuksen vuoden 2008 laajamittaisen finanssikriisin johdosta, sillä toteutunut kehitys rahoitusmarkkinoilla vaati direktiivin tarkkaa uudelleenarviointia. Tehdyn tarkistuksen seurauksena syntyi uudistunut rahoitusvälineiden markkinat -direktiivi (MiFID II), jonka soveltaminen kansallisessa lainsäädännössä alkoi 3.1.2018.<sup>102</sup> MiFID I -direktiivi korvattiin kokonaan uudistetulla MiFID II -direktiivillä, jonka pääasiallisena tarkoituksena on sijoittajansuojan parantaminen, ja markkinoilla hyödynnettävien rahoitusvälineiden kaupankäynnin läpinäkyvyyden lisääminen<sup>103</sup>. MiFID II -direktiivin 86 kohta esittelee direktiivin tavoitteen seuraavanlaisesti:

*”Tämän direktiivin yhtenä tavoitteena on sijoittajien suojaaminen. Sijoittajien suojaan koskevat toimenpiteet olisi mukautettava kunkin sijoittajaryhmän (ei-ammattimaisten eli vähittäis- tai yksityissijoittajien, ammattimaisten sijoittajien ja vastausten) erityispiirteiden mukaisiksi. Jotta voidaan tehostaa palvelujen tarjontaan sovellettavaa säätelykehystä asiakasryhmistä riippumatta, on kuitenkin aiheellista ilmaista selvästi, että periaatteita rehellisestä, tasapuolisesta ja ammattimaisesta toiminnasta sekä rehellisestä, selkeästä ja harhaanjohtamattomasta viestinnästä sovelletaan kaikkiin asiakassuhteisiin.”*

Koska yksi joukkorahoituslain tavoitteista on ollut sijoittajien suojaaminen, otettiin MiFID II -direktiivi hallituksen esityksen 46/2016 vp mukaan huomioon jo alkuperäistä joukkorahoituslakia valmisteltaessa. Hallituksen esityksen mukaan MiFID I -direktiivin 3 artiklan mahdollinen kehittyminen MiFID II -direktiivin yhteydessä tiedostettiin, mutta sen

---

<sup>101</sup> Danske Bank

<sup>102</sup> Nylander 2018: 24

<sup>103</sup> Flittner 2017

vaikutus rahoitusmarkkinoiden sääntelyyn uskottiin olevan hyvin rajallinen, eikä artiklan voimaansaattamisella nähty olevan suurempaa vaikutusta joukkorahoituslain sisältöön. Hallituksen esityksen mukaan sijoituspalvelulain säännöksiin vaikuttavan MiFID II -direktiivin täytäntöönpano vahvistaa laina- ja sijoitusmuotoisen joukkorahoituksen vaatiman erillislain tarvetta, mutta toimeenpanon ei itsessään nähty johtavan koko lain muuttamiseen sisällöllisesti. Joukkorahoituslain 2 luvun 3 §:n mukaisen välittäjien rekisteröitymisvelvollisuuden nähtiin olevan jo itsessään MiFID I -direktiivin 3 artiklan vaatimukset ylittävä ja uudistuneen MiFID II -direktiivin samaisen artiklan vaatimukset täyttävä, minkä johdosta merkittäviin lakimuutoksiin ei uskottu olevan tarvetta.<sup>104</sup> Joukkorahoituslailla on alun perin tahdottu nimenomaa keventää alan sääntelyä siten, että aiemmin erityisesti sijoitusmuotoista joukkorahoitusta välittäneitä sitonut toimilupavaatimus korvattiin rekisteröintivelvollisuudella, jonka nähtiin olevan toimiluvan hankkimiseen verrattuna kevyempi niin hallinnollisesti kuin rahallisestikin<sup>105</sup>. Tästä johtuen joukkorahoituslakia säädettyäessä olikin katsottu, että pelkkä velvollisuus rekisteröityä joukkorahoituksen välittäjäksi riittää vastaamaan sekä MiFID I:n, että MiFID II:n vaatimuksia. Näin ei kuitenkaan enää asiaa tulkittu sitten, kun MiFID II -direktiivin täytäntöönpano lähestyi, ja joukkorahoituslain sisältöä alettiin uudelleenarvioimaan hallituksen esityksessä 151/2017 vp.

Joukkorahoituslain alkuperäisten säännösten mukaan (JRL 2 § 3 momentti) joukkorahoituksen välittäjille oli vain yksi määritelmä. Tällä alkuperäisen lain määritelmällä viitattiin sellaiseen välittäjään, jolla oli lain 2 luvun 3 § mukaan velvollisuus rekisteröityä Finanssi- ja valvonnan ylläpitämään välittäjien rekisteriin ollakseen oikeutettu joukkorahoituksen välittämiseen elinkeinonharjoittajana. Tällaista välittäjää kutsutaan joukkorahoituslain ajantasaisten lainsäädännösten 2 §:n 3 momentin mukaan *rekisteröidyksi joukkorahoituksen välittäjäksi*. Hallituksen esityksen 46/2016 vp mukaan välittäjille alkuperäiseen joukkorahoituslakiin asetettu rekisteröitymisvelvollisuus oli välittäjien toimintaa ja juridisia velvollisuuksia keventävä ratkaisu, jolla pyrittiin poistamaan aiemmin edellytetty

---

<sup>104</sup> HE 46 /2016 vp: 72–73

<sup>105</sup> Valtiovarainministeriö 2016b

toimilupavaatimus välittämisen edellytyksenä. Finanssivalvonta katsoi ennen erillislain olemassaoloa, että sijoitusmuotoista joukkorahoittamista on pidettävä ns. toimiluvanvaraisena toimintana, joka vaatii välittäjältään sijoituspalvelulain määräämän toimiluvan. Finanssivalvonnan aiemman näkemyksen mukaan sijoitusmuotoisessa joukkorahoituksessa välitettiin sijoituspalvelulain 1 luvun 14 §:n mukaisia rahoitusvälineitä, kuten osakkeita ja joukkovelkakirjalainoja. Tämän johdosta Fiva:n näkemys oli se, ettei sijoitusmuotoista joukkorahoitusta voisi välittää sellainen taho, jolla ei ole sijoituspalvelulain 3 luvun mukaisesti hankittua toimilupaa.<sup>106</sup> Finanssivalvonnan tulkinnan mukaan sijoitusmuotoista joukkorahoitusta välittävän oli oltava toimiluvan saanut myös silloin, jos osakemerkintöjen välittämisen ja vastaanottamisen ohella palvelua tarjotaan myös sijoittajien tavoitteelliseksi hankkimiseksi<sup>107</sup>. Toimiluvanvaraisuuden katsottiin kuitenkin joukkorahoituslakia valmisteltaessa olevan kohtuuttoman raskas menettelytapa välittäjiä kohtaan, josta haluttiin uuden lain myötä irtaantua<sup>108</sup>. Koska joukkorahoituksen välittäjät ovat lähitökohtaisesti myös itse usein pienempiä yrityksiä, koettiin toimilupavaatimuksen sitovan välittäjäyritysten resursseja ja rahavaroja liikaa. Pelkona oli, että mikäli sijoitusmuotoista joukkorahoitusta välittäville asetettaisiin vaatimus sijoituspalvelulain mukaisen toimiluvan hankkimiselle, laskisi joukkorahoituksen suosio Suomessa, vieden lopulta markkinat ulkomaille. Finanssivalvonnan näkemys siitä, että sijoitusmuotoinen joukkorahoitus olisi toimintana liikkeeseenlaskun järjestämistä, oli kuitenkin hallituksen esityksen 46/2016 vp näkemyksen mukaan ristiriidassa MIFID I :n 3 artiklan kanssa.<sup>109</sup>

Joukkorahoituslain säännöksiä uudelleenarvioitiin MiFID II -direktiivin täytäntöönpanon lähestyessä hallituksen esityksessä 151/2017 vp. Hallituksen esityksessä esitettiin, että joukkorahoituslakiin tehtäisiin esityksen mukaisesti muutokset, jotka vastaisivat direktiivin mukaisia vaatimuksia toimiluvan hankkimisesta, ja muita välittäjiä koskevista menettelytavoista.<sup>110</sup> MiFID II -direktiivin 3 artiklan säännökset ovat luoneet jäsenvaltioille

---

<sup>106</sup> HE 46/2016 vp: 20

<sup>107</sup> Pietarila 2014

<sup>108</sup> HE 46/2016 vp: 108

<sup>109</sup> HE 46/2016 vp: 71–72

<sup>110</sup> HE 151/2017 vp: 1



mahdollisuuden säännösten implementoinnin omakohtaiseen arviointiin laajuus näkökulmasta tarkasteltuna. Jäsenvaltiot ovat täten voineet itse päättää, etteivät ne sovelle MiFID II:n säännöksiä tiettyihin henkilöihin lainkaan. Direktiivin soveltamatta jättö edellyttäisi kuitenkin sitä, että ne henkilöt joihin säännöksiä ei sovelleta, ovat toimiluvan saaneita ja sellaisia, joiden toimintaa säädellään direktiivin vaatimusten mukaisesti kansallisella tasolla. Tällaisen kansallisen sääntelyn, jolla direktiivin soveltamisalueen ulkopuolelle jätettävien henkilöiden toimintaa säännellään, on vastattava MiFID II:n 3 artiklan 2 kohdassa eriteltyjä direktiivin mukaisia vaatimuksia toimiluvan myöntämisestä, jatkuvasta valvonnasta, menettelytapoja koskevista velvollisuuksista, ja toiminnan järjestämisestä käsittelevistä vaatimuksista. Jotta sijoittajansuojaa on pystytty uudistetun direktiivin tavoitteiden mukaisesti vahvistamaan, on mainitun poikkeussäännöksen soveltamisala selkeästi rajoitetumpi edellytyksineen suhteessa MiFID I -direktiiviin, jossa erillistä toimilupavaatimusta, toiminnan järjestämisen vaatimusta tai menettelytapavaatimuksia ollut.<sup>111</sup> Alkuperäisen joukkorahoituslain pykälät 9 ja 10, joita MiFID II :n täytäntöönpanon yhteydessä muutettiin, olisivat asiantuntijoiden näkemysten mukaan vastanneet direktiivin vaatimuksia lähes täydellisesti. Näkemysten mukaan pelkkiin direktiivin johdosta sijoituspalvelulakiin tehtäviin muutoksiin viittaaminen joukkorahoituslain pykälissä olisi riittänyt, eikä muiden kuin direktiivin 3 artiklan 2 kohdan mukaisten vaatimusten nähty olevan sellaisia vaatimuksia, jotka olisivat vaatineet lain sisällön muokkaamista niinkin radikaalisti kuin lopulta päädyttiin muuttamaan.<sup>112</sup>

#### **4.3.1 Toimilupavaatimuksen asettaminen osana MiFID II :n täytäntöönpanoa**

Merkittävin muutos, minkä MiFID II:n 3 artiklan täytäntöönpano aiheutti joukkorahoituslain sisältöön oli siten sijoitusmuotoista joukkorahoitusta välittävien toimijoiden toimilupavaatimuksen asettaminen. Sijoitusmuotoisen joukkorahoituksen välittämällä tarkoitetaan toimintaa, jossa yritykselle välitettävä rahoitus tehdään sijoituspalvelulain

---

<sup>111</sup> HE 151/2017 vp: 84

<sup>112</sup> Kallio & Vuola 2018: 310

mukaisia rahoitusvälineitä koskevia toimeksiantoja välittämällä<sup>113</sup>. Toisin sanoen, mikäli sijoitusmuotoista joukkorahoitusta välitettäessä vastaanotetaan ja välitetään eteenpäin rahoitusvälineitä koskevia toimeksiantoja, on toiminta sellaista sijoitusmuotoisen joukkorahoituksen välittämistä, joka vaatii ajantasaisen joukkorahoituslainsäädännön puitteissa välittäjältään toimilupaa.

Joukkorahoituslain sisällössä MiFID II -direktiivin 3 artiklan mukainen muutos näkyy täten uutena välittäjän määritelmänä, kun lain 2 §:n määritelmiin on lisätty kaksi eri määritelmää siitä, mitä joukkorahoituksen välittäjällä tarkoitetaan. Alkuperäisessä joukkorahoituslaissa välittäjällä viitattiin vain lain mukaan rekisteröityneeseen välittäjään, joka on elinkeinonharjoittaja, ja joka ammattimaisesti välittää joko sijoitus tai lainamuotoista joukkorahoitusta. Alkuperäisen joukkorahoituslain 2 §:n 3 momentin mukaan joukkorahoituksen välittäjällä ei lain mukaan viitattu sellaiseen elinkeinonharjoittajaan, joka on luottolaitos, rahastoyhtiö, vaihtoehtorahastojen hoitaja, sijoituspalveluyritys tai maksulaitos. Nämä ns. rahoitusmarkkinatoimijat ovat jo lähtökohtaisesti toimiluvan saaneita, mistä johtuen erillisen rekisteröintivelvollisuuden asettaminen tällaisille toimijoille ei voitane katsoa olleen aiheellista. Sen sijaan tuoreimman, ja MiFID II -direktiivin 3 artiklan täytäntöönpanon yhteydessä muutetun, joukkorahoituslain mukaan joukkorahoituksen välittäjät voivat olla joko rekisteröityjä tai toimiluvallisia. Alkuperäisen joukkorahoituslain 9 § muuttui siten direktiivin täytäntöönpanon yhteydessä kokonaan, ja se käsitteleeekin tuoreimman joukkorahoituslain mukaan nimenomaan toimiluvallisia joukkorahoituksen välittäjiä ja näiden oikeuksia laina- tai sijoitusmuotoisen joukkorahoituksen välittämiseksi.

MiFID II:n 3 artiklan mukainen sääntö koskee kuitenkin vain sijoitusmuotoista joukkorahoitusta, sillä lainamuotoista joukkorahoitusta välitettäessä käsillä olevat toimeksiannot eivät liity rahoitusvälineisiin, kuten osakkeisiin tai joukkovelkakirjalainoihin, eikä toiminta ole tällöin sijoituspalvelun tarjoamista<sup>114</sup>. Lainamuotoista joukkorahoitusta on

---

<sup>113</sup> Finanssivalvonta 2018a

<sup>114</sup> Finanssivalvonta 2018a

täten joukkorahoituslain mukaan mahdollista välittää rekisteröityneenä välittäjänä, eikä tällaisen välittäjän velvollisuudet eroa paljoakaan suhteessa alkuperäisen joukkorahoituslain mukaisiin välittäjien velvollisuuksiin. MiFID II -direktiivin 3 artiklan täytäntöönpano ja sen vaatimat muutokset joukkorahoituslaissa loivatkin joukkorahoitusmarkkinoille paljolti kritisoidun kolmitasoisen järjestelmän, jossa eri muotoisena toteutettuja joukkorahoitusprojekteja on mahdollista välittää eri oikeuksin ja velvollisuuksin. Sijoitusmuotoista joukkorahoitusta voidaan välittää toimiluvalla, jolloin välitystoiminnan kohteena ovat rahoitusvälineet. On huomioitavaa, että toimiluvallinen välittäjä voi välittää myös lainamuotoista joukkorahoitusta näin halutessaan. Jos välittäjä puolestaan vain vastaanottaa ja välittää eteenpäin toimiluvalliselle rahoitusmarkkinatoimijalle rahoitusvälineisiin liittyviä toimeksiantoja, ollen täten SipaL:n 1 luvun 3 §:n 1 momentin 1 kohdan osoittama henkilö, tulee sen sovellettavaksi sijoituspalvelulaista vain 1 luvun 3 §:n 2 momentin osoittamat säännökset. Näiden ohella lainamuotoista joukkorahoitusta välittävä yksilöidään rekisteröidyksi joukkorahoituksen välittäjäksi, jonka velvollisuudet ovat osoitettu joukkorahoituslain 10 §:n 5 momentissa yksilöidään.<sup>115</sup> SipaL:n 1 luvun 3 §:n 1 momentin 1 kohdan mukainen välittäjä on täten MiFID II:n 3 artiklan osoittama henkilö, johon direktiiviä ei tule tietyt ehdot huomioon ottaen soveltaa.

Toimiluvallinen joukkorahoituksen välittäjä voi täten olla ns. täyden toimiluvan omaava välittäjä tai SipaL:n 1 luvun 3 §:n 1 momentin 1 kohdan mukainen toimija, jolla voidaan katsoa olevan ns. *rajoitettu toimilupa*<sup>116</sup> joukkorahoituksen välittämiseksi. Siinä missä toimiluvallinen välittäjä voi vapaasti tarjota joko laina- tai sijoitusmuotoista joukkorahoitusta, ei *osatoimiluvan*<sup>117</sup> omaava SipaL:n 1 luvun 3 §:n 1 momentin 1 kohdan mukainen välittäjä ole oikeutettu kuin rahoitusvälineitä koskevien toimeksiantojen välittämiseen ja vastaanottamiseen täyden toimiluvan omaaville välittäjille. Joukkorahoituslain mukaan tällaiset SipaL:n 1 luvun 3 §:n 1 momentin 1 kohdan mukaiset toimijat eivät ole

---

<sup>115</sup> Peltonen 2018: 79–80

<sup>116</sup> Valtiovarainministeriö 2017: 5

<sup>117</sup> Rajoitettu toimilupa on hallituksen esityksessä 151/2017 vp käytetty termi SipaL 1 luvun 3 §:n 1 momentin 1 kohdan mukaisten henkilöiden tai elinkeinonharjoittajien rajoitetusta toimiluvasta. Ks. esim. HE 151/2017: 121

kuitenkaan velvoitettuja sijoituspalvelulain täysimittaiseen noudattamiseen, vaan ne voivat sijoituspalvelulain 1 luvun 3 §:n 1 momentin 1 kohdan säännösten osoittaman osapoikkeuksen nojalla toimia joukkorahoituksen välittäjinä siten, että niiden velvoitteeksi SipaL:ista osoittautuu lain 1 luvun 3 §:n 2 momentin mukaiset säännökset. Tämän osittaispoikkeussäännöksen tarkoituksena on ollut kevyemmän sääntelyn hyödyntämismahdollisuuden tarjoaminen niille toimijoille, jotka haluavat hyödyntää lain tarjoamaa osittaispoikkeusta.<sup>118</sup> Käytännössä tällaiset toimijat ovat sijoitusmuotoisen joukkorahoituksen välittäjiä.

Oman näkemykseni mukaan tällaisen kolmitasaisen järjestelmän olemassaolo ei ole joukkorahoituslain valmistelujen tavoitteiden mukaisesti selkeyttänyt alan sääntelyä, vaan tehnyt välittäjien velvollisuuskentän seuraamisesta ja tulkitsemisesta aiempaa haasteellisempaa. Siinä missä alkuperäinen joukkorahoituslaki täsmensi selkeästi joukkorahoituksen välittäjän käsitteen, ei nykyinen ajantasainen sääntely selkeytä välittäjän määritelmää tai tämän juridisia velvoitteita, vaan hankaloittaa lain ymmärrystä merkittävästi. MiFID II -direktiivin päätavoitteena on ollut sijoittajansuojan parantaminen, mutta sen implementointi kansalliseen lainsäädäntöömme on näyttänyt johtavan jonnekin monimutaiseen lopputulemaan. Tästä johtuen koenkin sijoittajansuoja -näkökulman tarkastelun aiheen tiimoilta erityisen tärkeäksi, sillä nämä niin sanotun kolmitasaisen järjestelmän osapuolet noudattavat niin joukkorahoitus- kuin sijoituspalvelulakia hyvin eri laajuuksissa. Joukkorahoituksen välittäjien juridiset velvollisuudet vaihtelevat laajalti toimintamuotokohtaisesti ja tällä on luonnollisesti myös vaikutus tarjottavaan sijoittajansuojan tasoon. Sijoittajansuojan tason vaihtelua ja toteutumista sekä sen korrelointia suhteessa välittäjän toimintamuotoon käsitellään tarkemmin kappaleessa 4.3.2, jossa käydään tarkemmin läpi MiFID II -direktiivin 3 artiklan implementoinnista syntyneitä kritiikkiä.

---

<sup>118</sup> HE 151/2017 vp: 120-121

#### 4.3.2 Direktiivin implementoinnista syntynyt kritiikki

Vaikka alun perin joukkorahoituslakia valmisteltaessa oltiin nimenomaisesti pyritty sääntelyn keventämiseen, ja sitä myötä toimiluvanvaraisuuden poistamiseen, palattiin MiFID II:n implementoinnin yhteydessä alkuperäiseen, ennen erillislakia vallinneeseen tilanteeseen, jonka mukaan sijoitusmuotoista joukkorahoitusta välittäviltä vaadittiin toimilupa. Alkuperäisen joukkorahoituslain valmistelussa otettiin huomioon MiFID I -direktiivin vaatimukset osana lainsäädäntöä, mutta poiketen MiFID II -direktiivistä, se ei sisältänyt yhtä rajoittavia ja yksityiskohtaisia ehtoja siitä, millä perustein direktiiviä voitiin jättää määrättyihin henkilöihin soveltamatta. MiFID II -direktiivi pyrki sijoittajansuojan parantamiseksi rajoittamaan säännöksiä valinnaisista poikkeuksista, ja asetti täten soveltamatta jättämisen ehdoksi henkilön toimilupavaatimuksen ja sen, että henkilön toimintaa säädeltiin muutoin kansallisella lainsäädännöllä. Tätä kautta myös joukkorahoituslakiin syntyi SipaL:n 1 luvun 3 §:n 1 momentin 1 kohdan mukainen rajoitetusti toimiluvallinen välittäjä.

Direktiivin täytäntöönpanosta seuranneita muutoksia ei kuitenkaan otettu vastaan kritiikittä. MiFID II -direktiivin 3 artiklan täytäntöönpano siten, että sen nähtiin vaativan toimilupavaatimuksen palauttamista joukkorahoituksen sääntelyn piiriin, on katsottu olevan merkityksetöntä lisäsääntelyä, jota direktiivin täytäntöönpano ei olisi todellisuudessa vaatinut.<sup>119</sup> Näkemysten mukaan MiFID II:n 3 artiklaa on sovellettu ja tulkittu liian tiukasti esimerkiksi kielitulkinnallisten eroavaisuuksien johdosta, eikä toimilupavaatimuksen ole nähty olevan implementoinnin kannalta tarpeellista. Hallituksen muutosehdotuksessa on katsottu, että MiFID II olisi asettanut sijoitusmuotoista joukkorahoitusta välittäville ehdottoman toimilupapakon, vaikka näin ei voida suoraan MiFID II:n englanninkielisestä versiosta tulkita. Suomen Asianajajaliiton puolesta lausunnon antanut Aki Kallio on lausunnossaan selkeästi myös todennut, että lain muutosehdotuksessa esitetty

---

<sup>119</sup> Joukkorahoitusyhdistys ry: 2

tulkinta direktiivin 3 artiklan sanamuodosta on ylianalysoitu ja liian pitkälle viety, eikä suomenkielinen tulkinta vastaa direktiivin englanninkielistä sanamuotoa.<sup>120</sup>

Tutkittaessa hallituksen esityksestä 151/2017 vp annettuja asiantuntijalausuntoja<sup>121</sup>, voidaan yleiseksi linjaksi katsottava olevan se, että MiFID II:n artikla 3 on implementoitu osaksi kansallista lainsäädäntöä liian jyrkästi, useimpien myös samalla vastustaessa ns. kevennetyn toimiluvan asettamista sijoitusmuotoisen joukkorahoituksen välittämisen vaihtoehdoksi. Esille tuodussa kritiikissä korostuu niin huoli sijoittajansuojan heikentymisestä ja vaarantumisesta kuin välittäjien edellytysten kiristymisestäkin. Ongelman ytimessä on toimilupavaatimuksen lisääminen SipaL:n osapoikkeukseen nojaten, jolloin joukkorahoitusta voivat välittää joko täyden toimiluvan sijoituspalveluyritykset tai osapoikkeuksen nojalla kevyemmän tai rajoitetumman toimiluvan omaavat toimijat. Siinä missä täyden toimiluvan välittäjät noudattavat sijoituspalvelulakia kokonaisuutena, eivät SipaL:n 1 luvun 3 §:n 1 momentin 1 kohdan mukaisesti joukkorahoitusta välittävät ole velvoitettuja SipaL:n täysimittaiseen noudattamiseen. Tästä johtuen on syytä arvioida sitä, mitkä MiFID II:n muutokset voivat johtaa sijoittajansuojan vaarantumiseen.

#### **4.3.3 MiFID II:n merkitys sijoittajansuojan näkökulmasta**

Pääsääntöisesti se sijoittajansuoja, minkä joukkorahoituslaki sijoittajille tarjoaa, perustuu välittäjän toimintamuodosta riippumatta näiden tiedonantovelvollisuudelle ja joukkorahoituslain 10 §:ssä asetetuille menettelytapasäännöksille. Kuitenkin se, millaisia velvollisuuksia joukkorahoituslaki välittäjälle asettaa, vaihtelee jo mainittuun tapaan sen mukaan missä muodossa välittäjä toimii. Sijoittajansuojan tason kannalta merkityksellistä onkin arvioida sitä, missä laajuudessa joukkorahoituslaki asettaa välittäjälle sijoittajien kannalta merkityksellisiä velvollisuuksia, erityisesti sijoituspalvelulaista käsin. Toimiluvalliset joukkorahoituksen välittäjät ovat joukkorahoituslain 10 §:n mukaan

---

<sup>120</sup> Asianajajaliitto 2017: 5–6

<sup>121</sup> Ks. Finanssivalvonta 2017 & Joukkorahoitusyhdistys ry

velvoitettuja noudattamaan sijoituspalvelulakia hyvin laajasti suhteessa rekisteröityihin välittäjiin, mikä luonnollisesti heijastuu myös jokseenkin paremmin turvattuna sijoittajansuojan tasona. Tämän lisäksi on otettava huomioon se, että toimiluvallisiin välittäjiin voidaan laskea MiFID II:n muutosten johdosta kuuluvan ns. täyden toimiluvan omaavat sijoituspalveluyritykset sekä rajoitetummin sijoituspalvelulakia noudattamaan velvoitetut SipaL:n 1 luvun 3 §:n 1 momentin 1 kohdan mukaiset rajoitetun toimiluvan toimijat. SipaL:n 1 luvun 3 §:n 1 momentin 1 kohdan mukaiset toimiluvalliset välittäjät eivät ole velvoitettuja noudattamaan SipaL:ia kokonaisuudessaan, vaan niiden sijoituspalvelulain mukaiset velvoitteet rajoittuvat lain 1 luvun 3 §:n 2 momentin yksilöimiin velvollisuuksiin.

Seuraavalla sivulla esitelty Taulukko 1 vertailee keskenään rekisteröityneiden välittäjien ja toimiluvallisten joukkorahoituksen välittäjien sijoituspalvelulain mukaisia velvollisuuksia. On huomattava, että tässä tapauksessa viitataan toimiluvallisella joukkorahoituksen välittäjällä rajoitetun toimiluvan saaneisiin, SipaL 1 luvun 3 §:n 1 momentin 1 kohdan mukaisiin välittäjiin, joiden velvollisuus sijoituspalvelulain noudattamiseen on rajattu joukkorahoituslain 10 luvun 3 §:n mukaisesti.

Taulukko 1.

Alkuperäisen JRL:n mukainen välittäjä	Rekisteröitynyt joukkorahoituksen välittäjä	Toimiluvallinen joukkorahoituksen välittäjä
<ul style="list-style-type: none"> <li>• 7 luvun 10 §:n säännökset eturistiriitatilanteiden hallinnasta</li> <li>• 10 luku 4 §:n säännökset asiakasta koskevien tietojen hankkimisesta (jos sijoitus yli 2000 euroa)</li> <li>• 10 luku 5 §:n säännökset tiedonantovelvollisuudesta</li> <li>• 10 luku 9 §:n säännökset liiketoimista ja palveluista säilytettävistä tiedoista</li> <li>• 10 luku 10 §:n säännökset puhelujen tallentamisesta</li> <li>• 10 luku 13 §:n säännökset asiakasvalitusten käsittelystä</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 7 luvun 9 §:n säännökset eturistiriitatilanteiden hallinnasta</li> <li>• 10 luvun 4 §, 5 § (momentit 1-3), 11 §, 12 § ja 15 §</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 2 luvun 1 §:n säännökset sijoituspalvelun tarjoamisen luvanvaraisuudesta</li> <li>• 3 luvun säännökset kokonaisuudessaan</li> <li>• 6 b luvun säännökset hallinto- ja ohjausjärjestelmistä</li> <li>• 7 luvun 7 §:n 4 momentin säännökset rahoitusvälineen jakelijan velvollisuuksista</li> <li>• 7 luvun 9 §:n säännökset eturistiriitatilanteiden hallinnasta</li> <li>• 10 luvun 2 §, 3 §, 4 § (momentit 1 ja 2), 5 § (momentit 1-3), 6 § (momentit 5-8), 7 §, 11 §, 12 §, 15 §</li> <li>• 16 luvun säännökset kokonaisuudessaan</li> <li>• 16 a luvun säännökset koskien valvontavaltuuksia</li> <li>• 1 luvun 3 §:n 2 momentin mukaiset säännökset koskien asiakasvarojen hallussapitoa ja ammatillista vastuuvakuutusta</li> </ul>



Joukkorahoituslain pykälien pohjalta luomastani taulukosta voidaan havaita, että toimiluvalliset joukkorahoituksen välittäjät ovat merkittävästi rekisteröityihin välittäjiin verrattuna sidotumpia noudattamaan sijoituspalvelulakia. Kaikki ne sijoituspalvelulain mukaiset välittäjiä koskevat velvollisuudet, jotka alkuperäinen joukkorahoituslaki asetti välittäjille ovat kuitenkin rekisteröityneiden välittäjien kohdalla säilyneet, vaikka niiden pykälät ovatkin sijoituspalvelulain uudistuksen myötä muuttuneet. Merkityksellistä on huomata se, että rekisteröityneillä joukkorahoituksen välittäjillä on edelleen samat sijoituspalvelulain mukaiset velvollisuudet kuin mitkä välittäjillä olivat alkuperäisenkin joukkorahoituslain mukaan, mutta toimiluvallisille välittäjille noudatettavien säännösten määrä on sijoituspalvelulain noudattamisen näkökulmasta kasvanut huomattavasti.

Vaikka joukkorahoituslain muutosta onkin kritisoitu sen välittäjiä koskevien velvollisuuksien kiristämisestä, on tiukennus näkemykseni mukaan kuitenkin tulkittavissa sijoittajien, ja erityisesti sijoittajansuojan kannalta positiivisena muutoksena. Niin rekisteröityneet kuin toimiluvallisetkin välittäjät, ovat velvoitettuja noudattamaan sijoituspalvelulain 10 luvun pykälää, joka on SipaL:n lukuna eniten sijoittajien suojaamiseen keskittyvä. Oman näkemykseni mukaan sijoittajansuoja on parhaimmillaan toimiluvallisten välittäjien toiminnan kohdalla siksi, että nämä ovat sidottuja noudattamaan sijoituspalvelulakia merkittävästi laajemmin kuin rekisteröityneet välittäjät. Tällainen sijoituspalvelulain asiakkaansuojaa korostavien säännösten laaja-alainen noudattamisvelvollisuus voi parhaassa tapauksessa luoda sijoittajille merkittävää lisäarvoa, kun välittäjän toiminnan voidaan tietää olevan tarkasti säädeltyä, ja täten mahdollista sijoittajansuojaa paremmin luova. Mitä tiukemmaksi välittäjien velvollisuudet asetetaan, ja mitä tarkemmin niiden toiminnan luvanvaraisuutta säädelään, sitä paremmaksi sijoittajien aseman voidaan näkemykseni mukaan katsoa kehittyvän.

Jos jätämme sijoittajansuojan kehittymisen tarkastelun ulkopuolelle ne välittäjät, jotka ovat velvoitettuja noudattamaan toiminnassaan sijoituspalvelulakia kokonaisuutena, on alkuperäisen joukkorahoituslain sijoittajansuojaa tukevien pykälien ja tällä hetkellä voimassaolevan joukkorahoituslain sijoittajansuojaa koskevien pykälien välillä ero vain

sijoituspalvelulain 10 luvun 2 § ja 3 § noudattamisessa. Rekisteröityneiden joukkorahoituksen välittäjien ei ole joukkorahoituslain asiakkaansuojaa koskevan luvun 3 pykälien mukaan määrä noudattaa sijoituspalvelulain 10 luvun pykälää kaksi ja kolme, jotka käsittelevät sijoituspalvelun ja oheispalvelun tarjoamista ja markkinointia, sekä sijoituspalvelusta tehtävää sopimusta. Sijoituspalvelulain 10 luvun 2 §:n sisältö vastaa mielestäni lähes suoraan joukkorahoituslain 10 §:n 1 momentin mukaista välittäjän velvollisuutta, jonka mukaan tämän on toimittava rehellisesti, tasapuolisesti, ammattimaisesti ja asiakkaan edun mukaisesti. Täten sillä, etteivät rekisteröidyt välittäjät joudu noudattamaan sijoituspalvelulain 10 luvun 2 §:ää, ei mielestäni ole merkitystä sijoittajansuojan tason kannalta. Kuitenkaan SipaL:n 10 luvun 3 §:n kaltaista säännöstä, joka velvoittaisi välittäjiä tekemään asiakkaan kanssa osapuolten oikeudet ja velvollisuudet erittelevän, ja sopimuksen ehdot sisältävän kirjallisen sopimuksen, ei joukkorahoituslaissa ole. Karkeasti arvioituna tällaisen sopimuksen laatiminen on sijoittajansuojan kannalta hyvä asia, sillä se vaatii välittäjää toimimaan hyvän tavan mukaisesti ja asiakkaan kannalta kohtuullisesti. En kuitenkaan koe, että pelkkä velvollisuus laatia tällainen sopimus olisi merkittävästi edistänyt joukkorahoituksen sijoittajansuojaa, vaan merkittävin MiFID II:n implementoinnin johdosta sijoittajansuojaan vaikuttanut tekijä on ollut toimilupavaatimuksen lisääminen joukkorahoituslakiin.

Sijoittajansuojan toteutumisen kannalta on huomionarvoista tarkastella sitä, millaiseen asemaan MiFID II:n 3 artiklan implementoinnin johdosta syntyneen kolmitasoisien järjestelmän välittäjät asettuvat sijoittajan suojaamisen näkökulmasta. MiFID II:n implementoinnin johdosta syntynyt kolmitasoinen järjestelmä on aiemmin mainittuun tapaan luonut joukkorahoitusmarkkinoille tilanteen, jossa joukkorahoituksen välittäjänä voi toimia käytännössä kolmessa eri toimintamuodossa. Kaikilla näillä kolmella on hieman toisistaan eroavat juridiset velvollisuudet, mistä johtuen myös sijoittajansuoja toteutuu kunkin toimintamuodon kohdalla eritasoisesti. Kevyesti arvioituna voidaan sanoa, että laajamittaisimmin sijoittajansuoja toteutuu sellaisten välittäjien toiminnassa, jotka ovat sijoituspalvelulain mukaisen toimiluvan saaneita sijoituspalveluyrityksiä, ja jotka noudattavat sijoituspalvelulakia toiminnassaan kokonaisuutenaan. Erityisenä huolenaiheena on

ollut SipaL:n 1 luvun 3 §:n 1 momentin 1 kohdan mukaisten kevyemmän toimiluvan mahdollisuus, jonka on katsottu vaarantavan sijoittajansuojaa kriittisesti verrattaessa niitä täyden toimiluvan omaaviin välittäjiin. Vaikka tarkoituksena on jo mainittuun tapaan mahdollistaa sijoitusmuotoista joukkorahoitusta välittäville kevyempi sääntely, on tällaisen kevennyksen katsottu heikentävän sijoittajansuojaa, rikkoen täten MiFID II -direktiivin keskeisimpiä tavoitteita. Siinä missä MiFID II kiristi merkittävästi sijoituspalvelun tarjoajien vaatimuksia toiminnan järjestämisen ja menettelytapojen suhteen, loi sijoituspalvelulain 1 luvun 3 §:n mukainen kevyempi toimilupa mahdollisuuden poiketa lukuisista sijoittajia suojaavista velvollisuuksista.<sup>122</sup>

Finanssivalvonta on antamassaan lausunnossaan todennut, että kevyempi toimilupa joukkorahoituksen välittämiseksi mahdollistaa vaarantavalla tavalla sijoituspalvelulain kiertämisen, johtaen täten sijoittajansuojan tason heikentymiseen. Erityisesti sijoittajansuojaa vaarantaa se, ettei kevyemmän sääntelyregiimin puitteissa toimivien välittäjien tule noudattaa sijoituspalvelulakia siinä laajuudessa, joka todellisuudessa turvaisi sijoittajia asianmukaisella tavalla. Fivan lausunnossa onkin todettu, että jotta sijoittajansuojan taso olisi voitu MiFID II:n myötä tulleiden muutosten johdosta varmistaa, olisi SipaL:n 1 luvun 3 §:n 2 momentin mukaiseen välittäjien velvollisuuksien luetteloon lisättävä merkittävä määrä noudatettavia pykäläiä.<sup>123</sup> Erityisen ongelmallisena sijoittajansuojan kannalta tekijöinä voitaneen näkemykseni pitää sijoituspalvelulain 11 luvun mukaisen sijoittajien korvausrahastoon liittymisvelvollisuuden puuttumista ja 10 luvun 4 §:n mukaisen asianmukaisuusarvioinnin kevyempää noudattamisvelvollisuutta. Näiden lisäksi joukkorahoituslain mukaan välittäjien ei tule noudattaa SipaL:n 7 luvun 2 §:n mukaisia säännöksiä toiminnan luotettavasta järjestämisestä, jolla voidaan nähdä olevan yhteys paremman sijoittajansuojan turvaamiselle.

On kuitenkin huomattava, että sijoituspalvelulain sijoitusmuotoisen joukkorahoituksen välittämisen kannalta merkittävä 1 luvun 3 § on muuttunut hallituksen esityksen

---

<sup>122</sup> Finanssivalvonta 2018b: 3

<sup>123</sup> Finanssivalvonta 2017: 2–4

277/2018 vp myötä. Hallituksen esityksellä 277/2018 vp on nimenomaisesti pyritty parantamaan sijoittajansuojaa lisäämällä SipaL:n 1 luvun 3 §:n 1 momentin 1 kohdan mukaisilla kansallisen toimiluvan omaaville toimijoille lisävelvoitteita, jotka ovat listattu kyseisen pykälän 2 momentissa<sup>124</sup>. Tarkoituksena on siis ollut vastata jo aiemmin mainitsemaani kritiikkiin siitä, etteivät rajoitetun toimiluvan omaavat toimijat ole velvoitettuja noudattamaan sijoituspalvelulakia tarvittavan laajasti sijoittajansuojan tason näkökulmasta, luoden kuilun täyden toimiluvan ja rajoitetun toimiluvan välittäjien velvollisuuskentän välille. Ainakaan toistaiseksi näitä pykälämuutoksia ei ole implementoitu osaksi joukkorahoituslakia, mutta näin tapahtuessa kiristyy sijoitusmuotoista joukkorahoitusta välittävien sääntelykenttä entisestään, parantaen täten sijoittajansuojaa merkityksellisin osin. Kaikki ne muutokset, jotka sijoituspalvelulain 1 luvun 3 §:n 2 momenttiin on tehty, olisivat omiaan parantamaan sijoittajansuojaa, mikäli ne implementoitaisiin välittömästi myös joukkorahoituslakiin. Siinä missä aiemmin HE 151/2017 vp aikaansaadut muutokset joukkorahoituslaissa herättivät kritiikkiä, vastaisi HE 277/2018 vp toimeenpanemat muutokset tähän kritiikkiin sijoittajien suojaamisen näkökulmasta.

Koen kuitenkin, että vaikka sijoittajansuojaa vaarantavia poikkeavuuksia voidaankin välittäjien toimintamuotokohtaisen analyysin perusteella havainnoida, ei lakimuutokset tai joukkorahoituslaki itsessään ole tällä hetkellä omiaan rikkomaan sijoittajansuojaa kriittisesti. Erot erityisesti sijoituspalvelulain pykälien noudattamisvelvollisuudessa ovat osaltaan merkittäviä, mutta todettakoon kuitenkin, että kaikki joukkorahoituslakiin tehdyt sijoittajansuojaan mahdollisesti vaikuttavat muutokset ovat tehty aina sijoittajansuojan paremman tason tavoittelemiseksi. Asia on täten kaksipiippuinen: sijoittajien näkökulmasta joukkorahoituslaki on nyt paremmin heidän oikeuksiaan turvaava, mutta joukkorahoituksen välittäjien ja saajien kannalta se on raskas, ja monimutkaisesti tulkittava säädöskokoelma, jolla on negatiiviset vaikutukset joukkorahoitusalan houkuttelevuuteen.

---

<sup>124</sup> Ks. HE 277/2018 vp

## 5 Joukkorahoituslaki ja sijoittajansuoja

Sen arvioimiseksi, miten sijoittajansuoja joukkorahoituksessa toteutuu, tulee joukkorahoituslain 3 luvun pykälää arvioida tarkemmin. Vaikka joukkorahoituksessa tuleekin aiemmin todettuun tapaan noudattaa myös varsin laajasti sijoituspalvelulakia, on joukkorahoituslaki ja sen säännökset sijoittajien suojaamisen selkäranka puhuttaessa erityisesti laina- ja sijoitusmuotoisesta joukkorahoituksesta. Joukkorahoituslaissa sijoittajien suojaaminen on toteutettu pääsääntöisesti tiedonantovelvollisuuden ja välittäjien menettelytapojen sekä velvollisuuksien sääntelyllä, jotka sisältyvät lain 3 luvun pykäliin 10 ja 11. Kuitenkin tutkittaessa sitä, miten sijoittajien suojaaminen on joukkorahoituslain piirissä pyritty turvaamaan, on tässä luvussa syytä tarkastella myös JRL:n pykälää 18 ja 21. Tässä luvussa syvennytään joukkorahoitus- ja sijoituspalvelulain niihin pykäliin, joilla on erityinen merkitys sijoittajansuojan toteutumisen kannalta.

### 5.1 Joukkorahoituksen välittäjien velvollisuuksista yleisesti

Joukkorahoituslaissa sijoittajien suojaaminen perustuu tiedonantovelvollisuuden ohella välittäjien menettelytapojen ja velvollisuuksien sääntelylle. Joukkorahoituslain 10 §:ssä välittäjille asetetut velvollisuudet ovat pitkälti kaikki sijoituspalvelulain noudattamiseen pohjautuvia, ja ne on jaettu lain momenteissa Sipal:n 1 luvun 3 §:n 1 momentin 1 kohdan mukaisten välittäjien velvollisuuksiin, ja rekisteröityneiden välittäjien velvollisuuksiin. Olen aiemmin esitellyt **Taulukossa 1** ne sijoituspalvelulain mukaiset velvoitteet, joita välittäjien tulee toiminnassaan noudattaa, ja tästä taulukosta voimmekin havaita, että rekisteröityneillä välittäjillä on huomattavasti vähäisempi määrä sijoituspalvelulain pykälää noudatettavaan kuin Sipal:n 1 luvun 3 §:n 1 luvun 1 momentin 1 kohdan osoittamalla rajoitetun toimiluvan toimijoilla. Kuitenkin tästä laajasta velvoitekentästä on erotettavissa suurempia asiakkaan suojaamiseen keskittyviä kokonaisuuksia, jotka muodostuvat JRL:n 10 §:n mukaisten välittäjien yhteisten velvollisuuksien pohjalta. Tällaisia kokonaisuuksia ovat näkemykseni mukaan hyvän joukkorahoitustavan noudattaminen, eturistiriitatilanteiden hallinta, tiedonantovelvollisuus, asiakasta koskevien tietojen

hankkiminen ja asiakasvarojen hallinta. Nämä kokonaisuudet muodostuvat täten sellaisen velvollisuuksien noudattamisvelvollisuudesta, joka molemmille välittäjille JRL:n mukaan asettuu. Kokonaisuudessa ei ole huomioitu sellaisia yksittäisiä sijoituspalvelulain pykälää, jotka asettuvat velvollisuudeksi vain joko rekisteröityneille tai toimiluvan hankkineille välittäjille. Sijoittajansuojan ydinsäännökset sisältävien kokonaisuuksien ohella käsittelyn kappaleessa 5.4 muita sijoittajansuojan kannalta olennaisia muita velvoitteita.

### **5.1.1. Hyvä joukkorahoitustapa**

Joukkorahoituslain 10 §:n 1 momentin mukaan joukkorahoitusta välittävien tulee toimia rehellisesti, tasapuolisesti, ammattimaisesti, ja asiakkaan edun mukaisesti. Momentti ikään kuin avaa JRL:n luvun 3, luoden ytimen sille, millaisten velvoitteiden noudattamista ensimmäisessä momentissa esitetyn kaltaisesti toimiminen välittäjiltä vaatii. Tämä jo alkuuperäiseen joukkorahoituslakiin sisältynyt varsin väljästi määritelty velvollisuus muodostaa välittäjiä koskevan hyvän joukkorahoitustavan mukaisesti toimimisen ytimen, velvoittaen välittäjät toimimaan suunnitelmallisesti, säännöllisyyttä noudattaen ja jatkuvuutta vaalien.<sup>125</sup> Tämän velvollisuuden pohja on Sipal:n 10 luvun 2 §:ssä, jonka noudattamista myös joukkorahoituslain 10 §:n 3 momentin 5 kohdassa erikseen vaaditaan.

Voidaan siis katsoa, että JRL:n 10 §:n 1 momentin mukaisesti toimiminen vaatii myös hyvän joukkorahoitustavan noudattamista, josta säädetään erikseen JRL:n 18 §:ssä. Lain 18 § velvoittaa sekä rekisteröityjä että toimiluvallisia välittäjiä yhteisesti, mutta pykälä koskee välittäjien ohella myös joukkorahoituksen hankkijoita. Hyvän joukkorahoitustavan mukaisen toiminnan voidaan katsoa olevan sellaisten toimintatapojen, säännösten, ja periaatteiden noudattamista, joita joukkorahoitusmarkkinaosapuolet pitävät yleisesti hyväksytyinä tapoina toimia. Toisin sanoen hyvän joukkorahoitustavan mukainen

---

<sup>125</sup> Kallio & Vuola 2018: 263

toiminta on kaikkien osapuolten, erityisesti asiakkaiden eli sijoittajien, näkökulmasta kohtuulliseksi toiminnaksi katsottavissa olevaa menettelyä.<sup>126</sup>

Vaikka JRL:n 10 §:n 1 momentin ja 18 §:n välillä on nähtävissä selkeä yhteys toisiinsa, on molempien pohja eri kansallisissa laeissa. Siinä missä JRL:n 10 §:n 1 momentin mukainen ohje kytkeytyy SipaL:n 10 luvun 2 §:ään, on 18 §:n esikuva AML:ssa ja laissa vaihtoehtorahastojen hoitajista. Pykälät eivät täten ole toisiinsa suoraan viittaavat.

Sijoittajansuojan näkökulmasta sekä joukkorahoituslain 10 §:n 1 momentti että lain 18 § ovat tärkeitä, mutta niiden toteutumista on haastavampaa seurata. Käytännössä pelkkä ohje siitä, että välittäjän tulisi toimia ammattimaisesti, rehellisesti, tasapuolisesti ja asiakkaan edun mukaisesti ei vielä takaa sitä, että välittäjät näin toimisivat, vaan mahdollisuus myös muunlaiselle toiminnalle on aina olemassa. Sen sijaan joukkorahoituslain 18 §, jossa käsitellään hyvän joukkorahoitustavan mukaisesti toimimista niin rahoitusta välitettäessä, tarjottaessa tai hankittaessa, luettelee myös erilliset välittäjiä sitovat velvoitteet, joilla hyvän tavan mukaisuus voidaan taata. Sen varmistamiseksi, että välittäjät noudattavat toimiessaan hyvää joukkorahoitustapaa, on heidän mm. kuuluttava suoraan tai välillisesti kyseistä toimialaa edustavaan toimielimeen, ja sitouduttava noudattamaan tämän toimielimen julkaisemia suosituksia, kuten JRL:n 18 §:n 2 momentissa määrätään. Tämän kaltainen velvollisuus kuulua määrättyyn toimielimeen, joka on antanut joukkorahoituksen välittämistä harjoittaville omat suosituksensa sitä koskevan toiminnan avoimuuden ja läpinäkyvyyden edistämiseksi, vaikuttaa positiivisesti myös sijoittajansuojaan ja tätä kautta oletetusti myös sijoittajien markkinaluottamukseen. Riskeihin varautumisen ja tiedostamisen näkökulmasta on selvää, että JRL:n 10 §:n 1 momentin ja 18 §:n mukaisesti toimiminen edesauttaa mm. palvelualusta- ja petosriskien realisoitumista.

---

<sup>126</sup> HE 46/2016: 125–126

### 5.1.2 Eturistiriitatilanteiden hallinta

Eturistiriidoilla viitataan tilanteisiin, jossa prosessin osapuolten intressit, ja sitä myötä näiden tavoittelemat edut ovat ristiriidassa keskenään. Joukkorahoittamisessa eturistiriita syntyy usein tilanteesta, missä välittäjien tai joukkorahoituksen hakijoiden tavoittelemat edut ovat intressipohjaltaan sijoittajien vastaaviin nähden eroavaiset.<sup>127</sup> Tällöin joukkorahoitusprosessiin osallistuvien välillä voi ilmetä informaation epäsymmetriaa, joka voi pahimmillaan eskaloitua informaatoriskin syntymiseen. Koska sijoittajat ovat erityisesti joukkorahoittamisessa katsottavissa prosessin heikoimmaksi osapuoleksi, on tämän asema mahdollisten eturistiriitojen syntyessä turvattava parhaalla mahdollisella tavalla. Eturistiriitatilanteiden mahdollisuus on kasvanut merkittävästi, kun yhä useammat sijoituspalveluyritykset harjoittavat toiminnassaan useampaa kuin yhtä toimintaa. Tästä johtuen on katsottu, että niitä sääntöjä, joilla heikompana osapuolena nähtävää asiakasta suojataan eturistiriitojen syntyessä, on syytä vahvistaa.<sup>128</sup> Tämä MiFID II -direktiivin mukainen tavoite vahvistaa eturistiriitatilanteiden hallintaan liittyvää säännöstöä on implementoitu osaksi sijoituspalvelulakia hallituksen esityksellä 151/2017 vp.

Joukkorahoituslain mukaiset joukkorahoituksen välittäjät ovat lain 10 §:n mukaan veloitettuja noudattamaan eturistiriitatilanteiden hallinnassa SipaL:n 7 luvun 9 §:n mukaisia säännöksiä. SipaL:n mukaan sijoituspalveluyrityksien tulee toteuttaa toiminnassaan kaikki sellaiset asianmukaisiksi katsottavat toimenpiteet, joilla pyritään tunnistamaan ja ehkäisemään eturistiriitatilanteet. Tämän lisäksi välittäjien tulee SipaL:ia noudattamalla kohdella asiakkaita hyvän tavan mukaisesti, mikäli eturistiriitatilanteita on tapahtuva. Jos eturistiriita on jo ehkäisytoimenpiteiden suorittamisesta huolimatta syntynyt, eikä sitä voida enää kohtuudella välttää, on välittäjien tiedonantovelvollisuuteensa nojautuen pyrittävä ilmoittamaan asiakkaalle yksityiskohtaisesti syntyneen eturistiriidan luonne, syyt ja selvittämään ne toimenpiteet, joilla pyritään pienentämään asiakkaan kohdistuvat

---

<sup>127</sup> De Buysere ja muut 2012: 17

<sup>128</sup> MiFID II -direktiivi kohta 56



riskit. Ennen tällaisen tiedon antamista välittäjä ei voi suorittaa liiketoimea asiakkaan lukuun. Velvollisuus määräytyy SipaL:n 7 luvun 9 §:n 2 momentissa.

Sijoittajansuojan kannalta se, että joukkorahoitusta välittävä palvelualusta on suunnitellut ja organisoinut mahdollisimman tehokkaasti sen eturistiriitatilanteiden hallintaa koskevat prosessit, on eriarvoisen tärkeää. Silti eturistiriitatilanteita voi syntyä, ja tällaisissa tilanteissa asiakkaiden edut heikompana osapuolena ovat aina uhatta vaarantua. Sijoituspalveluyritykset voivat ehkäistä eturistiriitojen syntymistä esimerkiksi eriyttämällä yrityksen sisäisiä toimintoja, järjestämällä asianmukaista valvontaa tai ohjata yrityksen sisäistä toimintaa ohjein ja kielloin. Sijoituspalvelulain 7 luvun 9 §:n mukainen velvoite eturistiriitojen hallitsemiseksi koskee pääsääntöisesti yrityksen ylintä johtoa eli toimitusjohtajaa ja hallitusta, joiden vastuulla on varmistaa, että yrityksessä on huomioitu päteväällä tavalla eturistiriitatilanteiden hallintatoimenpiteet. Tämän lisäksi johdon vastuulla on huolehtia siitä, että tilanteiden valvonta on hoidettu riittäväksi katsottavin menetelmin.<sup>129</sup>

Huomionarvoista on mielestäni se, että sijoituspalvelulaki on varsin väljästi esittänyt sen, kuinka eturistiriitatilanteiden hallinta olisi todellisuudessa toteutettava sijoituspalveluyrityksissä. Eturistiriitatilanteiden hallintaa käsittelevässä pykälässä ei ole erikseen määriteltä toimenpiteitä, joita yrityksen tulisi eturistiriitatilanteiden hallinnan vuoksi suorittaa, mikä antaa yrityksille täysin vapaat kädet toimenpiteiden suunnittelulle. Voimme olettaa, että suurin osa yrityksistä, jotka välittävät joukkorahoitusta, noudattaa tiukasti SipaL:n 7 luvun 9 § :n säännöksiä, mutta tilaa säännösten väljemmälle noudattamiselle tai jopa laiminlyönnille on. Sijoittajansuojan näkökulmasta on tärkeää, että välittäjät ovat lähtökohtaisesti velvoitettuja noudattamaan SipaL :n 7 luvun 9 §:ää, mutta se, miten asiakaslähtöisesti pykälän säännösten noudattaminen kunkin välittäjän kohdalla toteutuu, on aina yrityksestä itsestään kiinni.

---

<sup>129</sup> Turtiainen 2018: 110 & Nousiainen & Sundberg 2013: 171–176

### 5.1.3 Asiakastietojen hankinta välittäjien velvollisuutena

Sijoituspalvelulain 10 luvun 4 § käsittelee sellaisen asiakkaista koskevan tiedon hankintaa, jonka avulla voidaan arvioidaan asiakkaiden soveltuvuus ja asianmukaisuus. Jotta sijoituspalveluyritys voi pätevästi arvioida tarjoamansa tuotteen soveltuvuuden kohdeasiakasryhmälle, on sen SipaL:n 10:4.1 mukaan hankittava tietoa asiakkaan tietämyksestä ja kokemuksesta suhteessa tarjolla olevaan tuotteeseen, selvittää asiakkaan taloudellinen tilanne ja maksukykyisyys, arvioida asiakkaan mahdollisesti kestäjän tappion määrä sekä selvittää asiakkaan sijoitustavoitteet riskiraja huomioon ottaen. Tällaisen tiedon hankinta on välttämätöntä, mikäli asiakkaille halutaan tarjota niiden tarpeisiin vastaavia rahoitusvälineitä, ja minimoida erityisesti ei-ammattimaisiin liittyvä riski huonosta sijoitusosaamisesta ja kokemuksesta.

Joukkorahoituslain mukaan rekisteröityneet joukkorahoituksen välittäjät ovat velvoitettuja noudattamaan SipaL:n 10 luvun 4 §:ää kaikilta osin, mikäli asiakkaan sijoituksen yhteismäärä on yli 2000 euroa. SipaL:n 1 luvun 3 §:n 1 momentin 1 kohdan mukaiset välittäjät eivät kuitenkaan JRL:n mukaan ole noudatettuja velvoittamaan kuin pykälän 1 ja 2 momenttia tilanteessa, jossa asiakkaan sijoitus ylittää 2000 euron suuruuden. Asianmukaisuusarvioita ei tarvitse siis joukkorahoitusta välitettäessä tehdä, mikäli asiakkaan sijoitus on alle 2000 euroa. Välittäjillä on täten SipaL:n mukaan eräänlainen selonottovelvollisuus, jonka perusteella sen tulee saada haltuunsa sellaista asiakkaita koskevaa tietoa, jonka perusteella se pystyy tekemään pätevän arvion tarjottavan tuotteen soveltuvuudesta asiakkaalle. Tällaisen soveltuvuus- ja asianmukaisuusarvion tekemisen on katsottu olevan korostetun tärkeää juuri joukkorahoituksen välityksessä, sillä joukkorahoittaminen on riskipitoisiin tuotteisiin sijoittamista, jossa sijoittajina toimivat erityistä suojaa vaativat ei-ammattimaiset asiakkaat. Tämän lisäksi joukkorahoitukselle on hyvin rajatut jälkimarkkinat, mikä korostaa soveltuvuusarviointin tärkeyttä entisestään. Kritiikistä huolimatta välittäjiä sitovaa 2000 euron rajaa ei ole muutettu suhteessa alkuperäiseen joukkorahoituslakiin, vaikka sen voitaisiinkin käytännössä arvioida heikentävän

sijoittajansuojaa pienempien sijoitusten kohdalla.<sup>130</sup> Ottaen huomioon sen, että keskimääräisesti yksi sijoittaja sijoittaa joukkorahoituksessa noin 100 euron<sup>131</sup> suuruisen summan, on 2000 euron yläraja suhteellisen korkea. Tämän lisäksi suurin osa joukkorahoituksen hakijoista määrittää minimisijoitussumman, joka projektiin tulee vähintään kerralla sijoittaa<sup>132</sup>. Tällainen lisää näkemykseni mukaan tarvetta 2000 euron alarajan laske-  
miselle tai jopa poistamiselle, sillä usein minimisijoitus kohoaa useisiin satoihin euroihin. Asianmukaisuusarvio on luonnollisesti välittäjän työtä lisäävä prosessi, mutta otettaessa huomioon se, että joukkorahoitukseen sijoittavat ovat usein ei-ammattimaisia asiakkaita, joiden sijoitussummat ovat usein alle 2000 euroa, olisi alarajan laskeminen tai jopa poistaminen näkemykseni mukaan kohtuullista. Tämän hetkinen alaraja heikentää siis sijoittajan suojaa pienempiä sijoituksia tehneiden asiakkaiden kohdalla.

Vaikka välittäjät ovat sijoituspalvelulain nojalla velvoitettuja tekemään arvion siitä, soveltuuko tarjolla oleva tuote tai palvelu sopiva suhteessa asiakkaan osaamis- ja kokemus-  
tasoon, on vastuu viime kädessä aina sijoittajilla itsellään. Mikäli välittäjät arvioivat tekemänsä arvion perusteella, ettei tarjolla oleva tuote tai palvelu sovellu asiakkaalle asianmukaisuuden nojalla, on asiakasta SipaL:n 10:4.2 mukaan tiedotettava tästä varoituk-  
sella. Asiakas voi siis saamastaan negatiivisesta asianmukaisuusarviosta huolimatta tehdä sijoituksen, sillä välittäjät eivät sijoituspalvelulain mukaan ole velvoitettuja kieltäy-  
tymään suorittamasta toimeksiantoa epäpäteväksi katsotulle asiakkaalle.

## 5.2 Välittäjän tiedonantovelvollisuus

Sijoittajansuojan ydin joukkorahoituksessa on välittäjiä ja joukkorahoituksen saajia sitovassa tiedonantovelvollisuudessa. Joukkorahoituksen välittäjiä sitoo tiedonantovelvollisuuden osalta sekä joukkorahoituslaki että sijoituspalvelulaki, kun taas rahoituksen saajat ovat sidottuja joukkorahoituslakiin ja joukkorahoitusasetukseen.

---

<sup>130</sup> HE 151/2017 vp: 85

<sup>131</sup> Ks. esim. Startups.com

<sup>132</sup> Ks. esim. Invesdor-välitysalustalle avattuja hankkeita: Invesdor.com

Joukkorahoittamisen ollessa korkeariskinen rahoitusmuoto, jossa sijoittajina toimivat pääsääntöisesti ei-ammattimaiset asiakkaat, on laajan tiedonantovelvollisuuden asettaminen tarpeellista pätevän sijoittajansuojan tason saavuttamiseksi.

Joukkorahoituslain mukaisia joukkorahoituksen välittäjiä sitoo ensinnäkin SipaL:n 10 luvun 5 §:n 1–3 momentin mukaiset säännökset tiedonantovelvollisuudesta, keventäen täten välittäjien velvollisuutta suhteessa alkuperäisen joukkorahoituslain määräykseen noudattaa kyseistä 5 §:ää kokonaisuudessaan. Sijoituspalvelulain 10 luvun 5 § muuttui joukkorahoituksen näkökulmasta merkittävästi vuonna 2017, kun pykälä muutettiin koskemaan kaikkia sijoituspalveluyrityksen asiakkaita, eikä vain ei-ammattimaiseksi katsottavissa olevia<sup>133</sup>. Tämän muutoksen johdosta on ymmärrettävää, ettei pykälä enää velvoita välittäjiä jokaisen momentin kohdalla, vaan rajaa velvollisuuden kolmeen ensimmäiseen momenttiin.

Sijoituspalvelulain mukainen tiedonantovelvollisuus koskee asiakkaille ennen palvelun tarjoamista annettavaa tietoa, jonka tulee sisältää mm. tieto sijoituspalveluyrityksen tarjoamista palveluista yleisesti, palveluun liittyvistä kuluista, ja suunnitelluista sijoitusstrategioista. SipaL:n 10 luvun 5 §:n 3 momentin mukaan nämä tiedot on annettava asiakkaille siten, että tarjolla olevan sijoituspalvelun ja rahoitusvälineen luonne ja riskit ovat asiakkaille selviä pätevän sijoituspäätöksen tekemiseksi. Joukkorahoitus on riskipitoista sijoittamista, mistä johtuen on tärkeää, että välittäjillä on lainmukainen velvollisuus mm. rahoitusvälineisiin liittyvien riskien tiedoksiantoon asiakkaille. Kuten luvussa kolme on esitelty, liittyy joukkorahoitukseen suuri määrä riskejä mm. siksi, että sijoitusmuotoisen joukkorahoituksen tapauksessa välitettävänä olevat rahoitusvälineet ovat aina listaamattomien yritysten osakkeita. Listaamattomien yritysten osakkeilla käytävään joukkorahoituksen välittämiseen assosioituu aina suurempi määrä riskejä kuin pörssiyhtiöiden osakkeilla käytävään kauppaan, sillä joukkorahoituksessa tähän voi liittyä mm. niin sanotut osingonjako- tai likviditeettiriskit<sup>134</sup>.

---

<sup>133</sup> HE 151/2017 vp: 164

<sup>134</sup> Ks. Invesdor 2015

Sijoituspalvelulain 10 luvun 5 §:n 1–3 momentin lisäksi vain toimiluvallisia joukkorahoituksen välittäjiä sitoo myös SipaL:n 10 luvun 7 §, joka voidaan sisällyttää välittäjiä velvoittavaan tiedonantovelvollisuuteen. Sijoituspalvelulain 10:7 käsittelee tietojen antamista asiakkaille, asettaen ehtoja sille, kuinka tiedot tulee asiakkaille antaa. SipaL:n 10 luvun 7 §:n 1 momentin mukaan tarjotusta palvelusta asiakkaille annettavat tiedot tulee olla pysyvällä tavalla luovutettuja. Pysyvällä tavalla voidaan viitata esimerkiksi sähköpostitse annettua tietoa, jolloin annettu tieto on tallennetussa muodossa ja asiakkaan saatavilla myös myöhemmin. Tämän lisäksi pykälä asettaa säännöksiä sijoitusneuvontaan liittyvien soveltuvuuslausuntojen antamisesta.

Ennen joukkorahoituslain asettamista yksi merkittävimmistä sijoittajansuojan ongelmista oli tiedonantovelvollisuuden heikko taso erityisesti lainamuotoista joukkorahoitusta välitettäessä. Siinä missä sijoituspalvelu- ja arvopaperimarkkinalaki pyrkivät sääntelemään siirtokelpoisilla rahoitusvälineillä suoritettavaa joukkorahoituksen välittämistä, jäi siirtokelvottomien arvopapereiden välittämistä koskeva tiedonantovelvollisuus näiden lakien ulkopuolelle. Tästä johtuen joukkorahoituslakia valmisteltaessa koettiin erittäin tärkeäksi, että tiedonantovelvollisuutta täsmennetään laissa sijoittajansuojan turvaamiseksi.<sup>135</sup>

Joukkorahoituslain 11 § käsittelee yhteisesti sekä välittäjiä että rahoituksen saajia sitovaa tiedonantovelvollisuutta. Pykälän 1 momentti käsittelee joukkorahoituksen markkinoinnissa esitettävää tietoa, jonka voidaan katsoa koskevan sekä välittäjiä että rahoituksen saajia. Joukkorahoituskampanjaa ja tarjolla olevaa sijoituskohdetta markkinoitaessa ei saa JRL:n 11:1 mukaan antaa sellaista tietoa, joka on totuudenvastaista tai harhaanjohtavaa. Mikäli tällaista tietoa asiakkaille luovutetaan, on se pikimmiten oikaistava, mikäli tiedon vääryys saattaa johtaa perustelemattomiin sijoituspäätöksiin, aiheuttaen täten haittaa asiakkaille. Vaikka joukkorahoituksen välittäjinä toimivat palvelualustat ovatkin usein mukana auttamassa rahoituksen saajan kampanjan markkinointia, on tulkintani

---

<sup>135</sup> HE 46/2016 vp: 77

mukaan tämän momentin mukainen vastuu enemmän saajia sitova. Joukkorahoituksen saajat ovat aina itse vastuussa siitä, millaista tietoa he kampanjastaan ja tarjolla olevasta sijoituskohteesta ulospäin asiakkaille viestii, eikä välittäjänä toimivilla usein ole resurssi seurata kaikista käynnissä olevista rahoituskampanjoista markkinoinnin yhteydessä luovutetun tiedon faktaperäisyyttä.

Joukkorahoituslain 11 §:n 2 momentin mukaan joukkorahoituksen saajilla on velvollisuus julkaista itsestään ennen rahoituskampanjan aloittamista kaikki sellainen oikeaksi ja riittäväksi katsottava tieto, jolla voi olla olennaista vaikutusta yrityksen arvoon tai sen maksukykyyn takaisinmaksutilanteessa. Tämä tieto on JRL:n 10:2 mukaan julkistettava siksi, että sijoittajilla olisi riittävä määrä informaatiota perustellun arvion tekemiseksi sekä joukkorahoitusta hakevasta yrityksestä, että sen tarjouksen edullisuudesta. Viime kädessä on välittäjien vastuulla varmistaa, että joukkorahoituksen saajat täyttävät tämän velvollisuutensa. Joukkorahoituksen välittäjät tekevät tällöin saajasta usein ns. due diligence -yritystarkastuksen<sup>136</sup>. Momentissa viitataan joukkorahoituslain 21 §:ään, joka säätelee Valtiovarainministeriön oikeutta määrätä joukkorahoituksen saajille näiden tiedonantovelvollisuutta tiukentavia velvoitteita. Yksi tällaisista sijoittajansuojan tason parantamiseksi annettua rahoituksen saajien tiedonantovelvollisuutta tiukentava asetus on Valtiovarainministeriön asetus 1045/2016. Valtiovarainministeriön asetus 1045/2016 on annettu joukkorahoituksen saajien tiedonantovelvollisuuden sisällön ja rakenteen tarkemmaksi määrittelemiseksi, keskittyen erityisesti sijoittajansuojan näkökulmasta keskeisten tietojen luovuttamisvelvollisuuteen<sup>137</sup>. Asetus on 14 pykälää sisältävä kokonaisuus, jossa rahoituksen saajille asetetaan velvollisuudeksi julkaista ns. perustietoasiakirja. Tämä perustietoasiakirja, jota on jo aiemmin tässä tutkielmassa käsitelty, on joukkorahoituksen keskeiset tiedot sisältävä asiakirja, joka on pidettävä asetuksen 2 §:n mukaan sijoittajien saatavilla koko rahoitustarjouksen voimassaoloajan. Tällaisesta perustietoasiakirjasta on asetuksen 6 §:n mukaan käytävä ilmi mm. rahoituksen saajan nimi, sijoituskohde, jota asiakkaille tarjotaan, kerättävien varojen määrä ja käyttötarkoitus

---

<sup>136</sup> Kallio & Vuola 2018: 269

<sup>137</sup> HE 46/2016 vp: 78

sekä valitun välittäjänä toimivan tahon nimi. Näiden perustiedoiksi katsottavien tietojen lisäksi asiakirjan tulee tuoda asetuksen 7 §:n mukaan ilmi rahoituksen saajan liiketoimintaan ja tarjottavaan sijoituskohteeseen liittyvät riskit, ja 9 §:n mukaisesti tarkentavat tiedot koskien tarjottavana olevasta sijoituskohteesta. Tällaisia sijoituskohteena olevista rahoitusvälineistä esille tuotavia tietoja on asetuksen 9 §:n mukaan esimerkiksi tiedot kohteen tuottamista oikeuksista ja rajoituksista, merkintähinta, kokonaiskulut, jotka sijoittajilta veloitetaan ja asiakasvarojen hallinnoimista käsittelevät tiedot.

Joukkorahoituslain 11 §:n 4 momentin mukaan joukkorahoituksen välittäjät eivät ole veloitettuja julkaisemaa arvopaperimarkkinalain 3. luvussa käsiteltyä esitettä, jos arvopapereiden tarjoaminen tapahtuu Suomessa, ja niiden summattu vastike 12 kuukauden aikakauden kuluessa on alle 8 000 000 euroa. Tällaisen esitteen julkaisun tarkoituksena on perustietoasiakirjan tapaan lisätä sijoittajien tiedonsaantia, parantaen näin näiden suoja markkinoilla, kun epäsymmetrisen informaation riski pienenee<sup>138</sup>. Täten esitteestä tulisi käydä ilmi ainakin liikkeeseenlaskijan ja mahdollisen takaajan varat, näiden taloudellinen asema ja tarjolla oleviin arvopapereihin liittyvät olennaiset tiedot. Mainitun 8 000 000 euron raja-arvon alittavalta osalta riittäisi, että välittäjä julkaisee joukkorahoituksen VMA:n mukaisen perustietoasiakirjan, josta käy ilmi kaikki sijoittajan kannalta tärkeäksi katsottavat tiedot. Esitteen laatimisvelvollisuuden euromääräinen raja-arvo on noussut HE 111/2018 vp toimeenpanemien muutosten johdosta, sen ollessa alkuperäisen joukkorahoituslain mukaan 5 000 000 euroa. Tällaisen muutoksen voidaan nähdä olevan kaksipiippuinen, sillä välittäjien kannalta euromääräisen raja-arvon nosto helpottaa näiden työtaakkaa hallinnollisten toimien näkökulmasta, mutta sijoittajien kannalta suoja heikenee, kun raja-arvon alittavien liikkeeseenlaskujen kohdalta ei enää tehdä esitettä<sup>139</sup>. Toisaalta voitaneen ajatella, että perustietoasiakirjan laatimisvelvollisuudella ja JRL:n mukaisella tiedonantovelvollisuudella pystyttäisiin kompensoimaan esitteen laatimisvelvollisuuden raja-arvon nostamisesta aiheutunutta heikentymistä sijoittajansuojassa.

---

<sup>138</sup> HE 111/2018 vp: 23

<sup>139</sup> HE 111/2018 vp: 34

Verrattaessa välittäjien tiedonantovelvollisuutta suhteessa alkuperäiseen joukkorahoituslakiin, jota MiFID II -direktiivillä ei oltu vielä muutettu, ei tiedonantovelvollisuuden voida sanoa juurikaan muuttuneen. Sijoitusmuotoista joukkorahoitusta välittäviltä vaadittava toimilupa ei ole tuonut joukkorahoituslakiin muutoksia tiedonantovelvollisuuden näkökulmasta, sillä joukkorahoituslain tiedonantovelvollisuutta koskevat säännökset ovat jo alkuperäisen lain mukaan tulleet pitkälti noudatettaviksi sijoituspalvelulaista. Sijoittajansuojan näkökulmasta on kuitenkin merkityksellistä huomata, että välittäjien velvollisuuksia luovuttaa tietoa asiakkaille säädellään tällä hetkellä kolmessa eri laissa tai asetuksessa – joukkorahoituslaissa, sijoituspalvelulaissa ja joukkorahoitusasetuksessa.

### **5.3 Asiakasvarojen hallinta joukkorahoituksessa**

Alkuperäisen joukkorahoituslain 10 §:n 3 momentin mukaan joukkorahoituksen välittäjillä ei lähtökohtaisesti ollut oikeutta hallinnoida tai pitää hallussaan asiakkaiden varoja, eikä välittäjät momentin mukaan saa olla asiakkailleen velkaa. Kyseinen sääntö perustui MiFID I:n 3 artiklan mukaiseen kieltoon, minkä mukaan asiakasvarojen hallussapito on kielletty. Ajantasaisessa joukkorahoituslaissa asia on ilmaistu jokseenkin eri tavalla, sillä MiFID II:n tuoma muutos sijoitusmuotoisen joukkorahoituksen välittämisen toimiluvanvaraisuuteen velvoittaa SipaL:n 1 luvun 3 §:n 1 momentin 1 kohdan mukaisia välittäjiä noudattamaan asiakasvarojen hallinnassa sitä, mitä asiasta on SipaL:n 1 luvun 4 §:n 3 momentissa säädetty. Rekisteröityjä välittäjiä ei puolestaan joukkorahoituslaissa kielletä pitämästä hallussaan asiakasvaroja, vaan lain 10 §:n 5 momentti asettaa rekisteröityneille välittäjille eli käytännössä lainamuotoisen joukkorahoituksen välittäjille ehdot, joita näiden tulee asiakasvaroja hallinnoidessaan noudattaa. Koska alkuperäinen joukkorahoituslaki on mahdollistanut asiakasvarojen hallinnoimisen ja hallussapidon silloin, kun välitettävänä ovat olleet AML:n soveltamisalan ulkopuolelle jäävät siirtokelvottomat arvopaperit, on ajantasaisen JRL:n lainamuotoista joukkorahoitusta välittävien rekisteröityneiden välittäjien oikeus varojen hallinnoimiseen ymmärrettävä.



Mikäli rekisteröitynyt välittäjä on joukkorahoitusta välittäessään saanut haltuunsa asiakasvaroja, tulee näiden käsittely ja säilyttäminen JRL:n 10 §:n 5 momentin mukaan järjestää siten, että ensinnäkin asiakkaiden varat ovat erillään välittäjän omista varoista. Käytännössä tämä toteutetaan niin, että välittäjät siirtävät asiakkaiden varat erillisille asiakasvaratileille, jotka sijaitsevat Suomessa tai muussa ETA-valtiossa toimilupansa saaneessa pankissa. Tällaista asiakasvaratiliä tulee valvoa eikä se luottolaitos, joka tiliä ylläpitää, voi käyttää asiakasvaratilillä olevia varoja omaan luotonantonsa.<sup>140</sup> Tämän lisäksi välittäjän on pidettävä huolta siitä, että asiakkaiden varat eivät sekoitu keskenään, mistä johtuen jokaiselle asiakkaalle on luotava oma tilinsä varojen säilyttämiseksi.

Sijoitusmuotoista joukkorahoitusta välittävät noudattavat asiakasvarojen hallinnassa sijoituspalvelulain säännöksiä. Sijoituspalvelulain 9 luvun 1 §:n mukaan sijoituspalveluyrityksillä on velvollisuus järjestää tämän haltuun luovutettujen rahavarojen säilytys luotettavalla tavalla. Myös sijoituspalvelulain mukaan asiakasvarat tulee pitää selkeästi erossa sekä sijoituspalveluyrityksen omista, että muiden asiakkaiden varoista. Koska SipaL:n 1 luvun 3 §:n 1 momentin nojalla joukkorahoituksen välittäjänä toimiva, ns. rajoitetun toimiluvan saanut välittäjä ei saa sijoituspalvelulain mukaan pitää hallussaan tai hallinnoida asiakkaiden varoja, tulee tällaisten välittää asiakkaiden toimeksiannot suoraan ns. täyden toimiluvan sijoituspalveluyrityksille, joka hoitaa varojen käsittelyn lupansa nojalla. Asiakasvarojen hallinnoimisen kannalta välittäjien velvollisuuskenttä ei ole muuttunut merkittävästi MiFID II -direktiivin lakiin tuomien muutoksien johdosta. Sijoituspalvelulain 1 luvun 3 §:n 1 momentin 1 kohdan tarkoitetuilla henkilöillä ei ole oikeutta pitää hallussaan asiakasvaroja, ja rekisteröityneiden välittäjien oikeus asiakasvarojen hallussapitoon vastaa alkuperäisen joukkorahoituslain mukaista oikeutta pitää asiakasvaroja hallussa tietyin ehdoin silloin, kun kyseessä on siirtokelvottomilla arvopapereilla tehtävä joukkorahoituksen välitys. Asiakasvarojen hallussapidon kieltä on alkuperäiseen joukkorahoituslakiin implementoitu MiFID I:n 3 artiklan perusteella, jonka kieltä asiakasvarojen hallussa pitämiselle on sisällynyt myös uudistetun MiFID II:n 3 artiklaan. Näiden direktiivien 3 artiklan mukaan ne henkilöt, joihin jäsenvaltio päättää olla soveltamatta direktiiviä, ei

---

<sup>140</sup> Kallio & Vuola 2018: 266

saa pitää hallussaan asiakkaiden varoja tai olla näille velkaa. Tämän selkeän kiellon johdosta on ymmärrettävää, ettei joukkorahoituslain esitöissä tai merkittävästi sijoituspalvelulakia muuttaneessa hallituksen esityksessä 151/2017 vp ole esitetty muita perusteluja kiellon asettamiselle, kuin viittaus MiFID II:n mukaiseen kieltoon.

Sijoittajansuojan kannalta on hyvä, ettei sijoitusmuotoista joukkorahoitusta SipaL:n 1 luvun 3 §:n 1 momentin mukaisena henkilönä välittävillä ole oikeutta pitää hallussaan tai hallinnoida asiakasvaroja, sillä se vähentää merkittävästi esimerkiksi tämän tutkielman 3 luvussa käsiteltyjen petos- ja alustariskien syntyminen mahdollisuutta<sup>141</sup>. Lainamuotoista joukkorahoitusta välittävien kohdalla suojana on puolestaan se, että laki asettaa tiukat ehdot sille, kuinka asiakkaiden varoja tulee hallita. Kritiikkiä on kuitenkin jo joukkorahoituslain säätämisen aikaan herättänyt se, ettei JRL:n 10:5 mainittua asiakasvarojen säilyttämistä ja käsittelyä luotettavalla tavalla valvota tai kontrolloida millään tavalla. Finanssivalvonta on antamassaan lausunnossa kiinnittänyt huomiota siihen, ettei rekisteröityneeksi välittäjäksi pyrkivien keinoja asiakasvarojen luotettavalle käsittelylle arvioida millään tavalla ennen rekisteröinnin hyväksymistä. Tämän lisäksi huolta on herättänyt se, ettei Finanssivalvonnalla ole erillistä mahdollisuutta asettaa määrättyä asiamiestä valvomaan sitä, että asiakkaiden varat palautetaan näille takaisin välittäjän ajautuessa taloudellisiin ongelmiin, kuten konkurssiin tai selvitystilaan.<sup>142</sup> Vaikka JRL:n 13 §:n 1 momentin mukaan lain noudattamisen valvonta tapahtuukin Finanssivalvonnassa, olisi kritiikin pohjalta syytä miettiä sitä, olisiko esimerkiksi rekisteröintivaiheessa syytä kiinnittää erityishuomiota tällaisiin seikkoihin. Sekä alkuperäisen ja ajantasaisen joukkorahoituslain 6 §:n 4 momentin mukaan välittäjän tulee antaa Fiva:lle tiedoksi esimerkiksi sääntöjen tai sopimusehtojen muodossa se, kuinka se aikoo joukkorahoituksen välitystä harjoittaa. Mikäli sijoittajansuojaa haluttaisiin entisestään tehostaa erityisesti kritiikkiä synnyttäneen valvontamekanismien puuttumisen osalta, voitaisiin miettiä, olisiko näitä JRL:n 6 §:n 4 momentin mukaisia Fiva:lle toimitettavia sääntöjä tai sopimusehtoja mahdollista täsmentää sisältövaatimuksin?

---

<sup>141</sup> ESMA 2014/1378: 11

<sup>142</sup> Finanssivalvonta 2016: 2

## 5.4 Muut sijoittajansuojan kannalta tärkeät velvoitteet

Joukkorahoituslaki sisältää edellä mainittujen sijoittajansuojan kannalta tärkeiden kokonaisuuksien lisäksi muutamia yksittäisiä pykälävelvoitteita, joiden noudattamisella on pyritty sijoittajansuojan paremman tason saavuttamiseen. Ensinnäkin asiakkaansuojaa käsittelevään joukkorahoituslain 3 lukuun sisältyy velvollisuus asiakkaan tuntemiselle. Tätä JRL:n 12 §:n mukaista velvoitetta noudattaa asiakkaiden tuntemisessa rahanpesun ja terrorismin rahoittamisen estämisestä annettua lakia (444/2017), ja kieltoa olla välittämästä joukkorahoitusta sellaiselle asiakkaalle, joka on konkurssissa, on käsitelty jo tämän tutkielman kappaleessa 2.3.2. Mikäli rahoitusta toimintaansa hakeva yritys on siis maksukyvytön tai konkurssissa, ei tälle ole lain mukaan oikeutta välittää rahoitusta joukkorahoituksen keinoin. On kuitenkin huomattava, että saneerausmenettely<sup>143</sup> ei ole este joukkorahoituksen välittämiselle, ja onnistunut joukkorahoituskampanja voikin parhaassa tilanteessa pelastaa konkurssiuhan alle ajautuneen yrityksen, ja jatkaa täten sen liiketoimintaa<sup>144</sup>.

Joukkorahoituslain mukaan SipaL:n 1 luvun 3 §:n 1 momentin 1 kohdassa tarkoitettujen henkilöiden, jotka välittävät joukkorahoitusta, tulee lisäksi noudattaa SipaL:n 6 b luvun säännöksiä hallinto- ja ohjausjärjestelmistä, 10 luvun 2 §:n periaatteita sijoitus- ja oheispalveluiden tarjoamisessa ja markkinoimisesta, 3 §:n säännöksiä sopimuksen teosta sijoituspalveluyrityksen palveluista, 6 §:n 5-8 momentin säännöksiä kannustimisesta, 15 luvun säännöksiä hallinnollisista seuraamuksista, 16 luvun vahingonkorvaus- ja rangaistus-säännöksistä sekä 16 a luvun ohjeita valvontavaltuuksista. Näiden ohella sekä kansallisen toimiluvan saaneiden että rekisteröityneiden välittäjien tulee noudattaa, mitä sijoituspalvelulain 11 §:ssä säädetään liiketoimista ja palveluista säilytettävistä tiedoista, 12

---

<sup>143</sup> Saneerausmenettelyllä viitataan sellaiseen toimintaan, jossa taloudellisiin vaikeuksiin ajautuneen yrityksen toimintaa pyritään tervehdyttämään. Ks. Laki yrityksen saneerauksesta 47/1993.

<sup>144</sup> Esimerkkinä tällaisista kampanjoista on muotiyhtiö Samujin rahoituskampanja, jossa konkurssiuhka onnistuttiin välttämään onnistuneen rahoituskampanjan johdosta. Ks. Yle 2019

§:ssä puhelujen ja sähköisten viestien tallentamisesta ja 15 §:ssä asiakasvalitusten käsittelystä.

Kaikki nämä velvoitteet ovat osa välittäjien menettelytapasäännöstöä, ja niiden tarkoituksena on osaltaan osallistua asiakkaiden suojaamiseen. Pykälää on alkuperäiseen joukkorahoituslakiin verrattuna suhteellisen paljon, minkä voidaan katsoa kielivän kehityksestä lain sisällä kohti entistä parempaa sijoittajansuojaa. Kuitenkin sijoittajien asema ja näitä kohtaavat riskit huomioon ottaen on huolestuttavaa, ettei hallituksen esityksellä 277/2018 vp sijoituspalvelulakiin tehtyjä välittäjiä koskevia menettelytapasääntöjä ole implementoitu joukkorahoituslakiin. Tällä hetkellä ajantasainen lainsäädännön puitteissa joukkorahoituslain mukaan SipaL:n 1 luvun 3 §:n 1 momentin 1 kohdan mukaisten välittäjinä toimivien toimijoiden velvollisuuskenttä suhteessa sijoituspalvelulakiin poikkeaa siitä, mitä tällaisten toimijoiden velvollisuudeksi on sijoituspalvelulaissa säädetty. Jo ennen sijoituspalvelulakiin hallituksen esityksellä 277/2018 vp implementoituja muutoksia rajoitetun toimiluvan omaavien välittäjien sijoituspalvelulain noudattamisen velvollisuuskentän katsottiin olevan liian suppea<sup>145</sup>. Nyt kun muutosta kohti parempaa sijoittajansuojan tasoa on saatu aikaan sijoituspalvelulain 1 luvun 3 §:n 2 momentin listattavien velvollisuuksia laajentamalla, ei näitä muutoksia ole joukkorahoituslaissa huomioitu millään tavalla. Muutoksen implementointi olisi sijoittajansuojan kannalta olennaista, ja ottaen huomioon sen, että rajoitettu toimilupa otettiin mukaan sijoituspalvelulakiin lähinnä sijoitusmuotoista joukkorahoituksen välitystä silmällä pitäen, olisi luonnollista, että myös joukkorahoituslaki muuttuisi mahdollisimman nopeasti.

---

<sup>145</sup> Ks. esim. Joukkorahoitusyhdistys ry: 2

## 6 Johtopäätökset ja pohdintaa

Joukkorahoitus on globaalissa mittakaavassa alati kasvava rahoitusmuoto, josta on myös Suomessa muodostunut merkittävä osa kasvuyritysten rahoituksen hankintaa. Ennen vuonna 2016 voimaan tullutta joukkorahoituslakia alan ympärillä vallitsi lukuisia ongelmia, joiden vastaamiseen joukkorahoituslain säätämällä vastattiin. Kun joukkorahoitus sai oman erillislakinsa selkeytyi alan sääntely, parantaen täten myös joukkorahoituksen osapuolten ymmärrystä heidän oikeuksistaan ja velvollisuuksistaan prosessissa. Sääntelyn yksinkertaistamiseksi ja sijoittajansuojan turvaamiseksi asetettu joukkorahoituslaki on kuitenkin kokenut merkittäviä muutoksia sen voimaantulon jälkeen, eikä nykyisen lainsäädännön puitteissa voida enää sanoa, että joukkorahoitusmarkkinoiden juridinen tila olisi yksinkertainen ja selkeä. Joukkorahoituksen nopea kehitys onkin johtanut pitkälti tilanteeseen, jossa parempi sijoittajansuojan taso heijastuu yhä monimutkaisempana ja vaikeammin tulkittavana joukkorahoituslakina.

Tutkielmassani olen pyrkinyt arvioimaan joukkorahoituslain sääntely huomioon ottaen sitä, millaisia riskejä joukkorahoitukseen assosioituu erityisesti sijoittajansuojan tärkeyden näkökulmasta tarkasteltuna. Lähtökohtaisesti joukkorahoitukseen liittyy suuria riskejä, joiden voidaan katsoa johtuvat lähinnä alan monimuotoisuudesta, sijoittajien ei-ammattimaisuudesta ja siitä, että joukkorahoitus on erityisesti kasvuyritysten suosima keino taloudellisen tuen hankkimiseksi. Riskien analysoinnilla tarkoituksenani on ollut pohtia sitä, minkä vuoksi sijoittajansuoja on ollut joukkorahoitusta koskevan lainsäädännön keskiössä, ja millaisia uhkia pätevällä sääntelyllä on ollut mahdollista estää. Arvioni mukaan riskienhallinnan ytimenä joukkorahoituksessa toimii sekä joukkorahoitus- että sijoituspalvelulaissa esiin tuleva johdon velvollisuus liiketoimintaan liittyvien riskien ymmärtämisestä ja tiedostamisesta. Joukkorahoituslain 7 §:n ja sijoituspalvelulain 6 b luvun 4 §:n mukainen velvoite johdon riskiosaamisesta turvaa näkemykseni mukaan omalta osaltaan sijoittajien asemaa ja parantaa näiden luottamusta joukkorahoitusmarkkinoita kohtaan. Tällaisen velvoitteen ohella riskien tiedostamisen, ennakoimisen ja ehkäisyn apukeinona joukkorahoitusmarkkinoilla toimii rahoituksen saajien velvollisuus

perustietoasiakirjan laatimiselle, josta muiden tärkeiden tietojen ohella käy ilmi selkeästi se, mitä riskejä sijoittaja voi olettaa sijoitukseensa liittyvän.

Vaikka joukkorahoitustoiminnan sääntelyllä ollaankin pystytty erinomaiseen riskienhallintaan, liittyy alaan vielä useita sijoittajansuojan kannalta merkittäviä uhkakuvia. Tekeväni tutkimuksen pohjalta koen, että joukkorahoituslakia kehitettäessä taas kohti paremmin sijoittajaa suojaavaa tilaa, tulisi lain kehitystyössä arvioida uudelleen ensinnäkin asianmukaisuusarvioinnin laatimisvelvollisuuden euromääräisen raja-arvon laskemista ja korvausrahastoon liittymisen lisäämistä. Mikäli kaikki välittäjät niiden toimintamuodosta riippumatta olisivat velvoitettuja kuulumaan sijoittajien suojaamiseksi tarkoitettuun korvausrahastoon, joka turvaisi sijoittajien saatavat sijoituspalveluyrityksen ajautuessa maksukyvyttömyystilanteeseen, olisivat mm. petos-, tappio- ja palvelualustariskit paremmin hallittavissa kuin tämän hetkisen sääntelyn valossa. Vaikka korvausrahastoon liittymisen onkin jo hallituksen esityksessä 46/2016 vp todettu olevan raskas hallinnollinen menettelytapa välittäjien kannalta, tulisi näkemykseni mukaan asiassa punnita myös niitä hyötyjä, joita rahastoon kuulumisen sijoittajan kannalta toisi. Korvausrahastoon puuttumisen perustelu välittäjien kannalta kevyempänä menettelysääntönä oli aiheellinen erillislakia säädettäessä, kun joukkorahoitusmarkkinoista haluttiin sääntelyn ohella tehdä mahdollisimman kevyt kokonaisuus, joka lisäisi alan houkuttelevuutta ja madaltaisi sille tulon kynnystä. Alan kehittyessä ja joukkorahoituksessa käytettävien rahoitusvälineiden kehittyessä tulisi kuitenkin näkemykseni mukaan asiassa ottaa kevyen sääntelyn sijaan pikemmin huomioon sijoittajien etu ja turvallisuus. Tämä sama ajatus yhdistyy myös asianmukaisuusarvioinnin tekemisvelvollisuudeksi asetetun euromääräisen raja-arvon laskuun, joka ei tutkimukseni mukaan tämän hetkisenä 2000 euron raja-arvona huomioi sijoittajansuojaa ja joukkorahoituksen erityispiirteitä tarpeellisella tasolla. Nämä kaksi seikkaa ovat ne näkemykseni mukaan tällä hetkellä helposti muutettavissa, ja niiden vaikutus esimerkiksi palvelualusta- ja tappioriskeille olisi huomattava ja lain alkuperäistä tavoitetta palveleva.

Tämän tutkielman tärkeimpänä tehtävänä on ollut vastata siihen, miten sijoittajansuoja joukkorahoitusmarkkinoilla toteutuu, ja millaisella sääntelyllä sijoittajia on pyritty turvaamaan. Lisäksi tarkoitukseni on ollut tarkastella sitä, kuinka tämä sääntely on sijoittajansuojan näkökulmasta muuttunut erillislain voimaantulon jälkeen. Lisäksi olen arvioinut sitä, voidaanko sijoittajansuojan tason katsoa parantuneen alkuperäisen joukkorahoituslain muutosten myötä. Tätä arvioitaessa olen myös kiinnittänyt huomiota siihen, miten sijoittajansuojan taso toteutuu välittäjien eri toimintamuotojen välillä, heidän noudattaessaan asiakkaan suojaksi asetettuja säännöksiä hyvin vaihtelevissa laajuuksissa. Erillislain tarve oli ennen vuotta 2016 merkittävä, ja sijoittajansuojan parempaa tasoa joukkorahoituksessa tuki jo yksinään se, että ala sai Suomessa selkeät sijoittajaa suojaavat pelisäännöt, jotka samalla kuitenkin kevensivät alan sääntelyä lisäten toimialan kehitysmahdollisuuksia ja suosiota. Alkuperäisen joukkorahoituslain säännösten nojalla erityisesti välittäjien velvollisuus asiakkaansuojan takaamiseksi oli selkeä, eikä laintulkinnallisia vaikeuksia tai kritiikkiä sijoittajansuojan tasosta voitu katsoa juuri ilmenneen. Joukkorahoituslaissa ei myöskään odotettu tapahtuvan suuria muutoksia, vaikka MiFID II:n tiedettiin astuvan voimaan vuonna 2018, sillä direktiivin osoittamat vähimmäissääntelyvaatimukset oltiin katsottu huomioon otetuiksi jo alkuperäisen joukkorahoituslain esitöissä. Tämä kuitenkin muuttui, kun MiFID II:n implementointia osaksi rahoitusmarkkinoiden sääntelyä alettiin valmistella hallituksen esityksellä 151/2017 vp, ja lopulta sijoitusmuotoisen joukkorahoituksen välittämisen ehdoksi on asetettu vähintään ns. rajoitettu toimilupa.

Tutkielman arvioidessa erityisesti sitä, miten ja millaisin keinoin sijoittajansuoja toteutuu joukkorahoituksessa, voimme todeta, että alalla sijoittajansuoja on turvattu joukkorahoitus- ja sijoituspalvelulailla sekä Valtiovarainministeriön asettamalla joukkorahoitusasetuksella. Tekemäni tutkimuksen mukaan sijoittajansuojan taso on kuitenkin toteutettavissa joukkorahoituksessa eri tasoisena, sillä alalle on lainsäädännöllisten muutosten johdosta syntynyt tilanne, jossa joukkorahoituksen välittäjä voi valita toimintamuotonsa kolmen eri muodon väliltä. Tutkielmassa läpikäymistäni asiakkaan suojaa vahvistavista säännöksistä on tulkittavissa, että sijoittajien suojaaminen keskittyy lähtökohtaisesti

välittäjille asetettuihin menettelytapasäännöksiin sekä näiden tiedonantovelvollisuuden varmistamiselle. Joukkorahoituksen välittäjillä onkin suurin ja painavin vastuu sijoittajansuojan toteutumisesta joukkorahoituksessa, vaikka myös rahoituksen saajien toiminta on laissa säänneltyä. Suurin osa sijoitus- tai lainamuotoista joukkorahoitusta välittäviä toimijoita koskevista juridisista velvollisuuksista on peräisin sijoituspalvelulaista. Sijoitusmuotoista joukkorahoitusta välittäviä koskevien juridisten menettelytapasäännösten määrä onkin kasvanut merkittävästi suhteessa alkuperäiseen joukkorahoituslakiin, edistään täten sijoittajansuojan kehitystä suhteessa alan kasvun ja oikeudellisen tilan kehittymiseen. On kuitenkin huomattava, että rekisteröityneiden välittäjien velvollisuuskenttä on pysynyt pitkälti samana verrattaessa keskenään alkuperäistä ja ajantasaista joukkorahoituslakia. Näkemykseni mukaan tämä kertoo ensinnäkin siitä, että tällaisia pääsääntöisesti lainamuotoista joukkorahoitusta välittävien toimijoiden velvollisuuskenttä on onnistuttu jo alkuperäisen lain yhteydessä säätämään sellaiseksi, että se kykenee turvaamaan sijoittajien aseman myös alan kehittyessä. Sijoitusmuotoisen joukkorahoituksen välittämisen kohdalla tilanne on hiukan erilainen, sillä sen sääntelyssä on palattu pitkälti aikaan ennen erillislakia. Toimilupavaatimuksen lisääminen välittämisen ehdoksi vastaa Finanssivalvonnan ennen joukkorahoituslakia esittämään näkemykseen, jonka mukaan sijoitusmuotoista joukkorahoitusta välittävän tulisi olla Finanssivalvonnan toimiluvan saanut. Vaikka toimilupavaatimus on merkittävästi monimutkaistanut joukkorahoituslain ymmärrettävyyttä ja sääntelyllistä selkeyttä, ei sen positiivisia vaikutuksia sijoittajansuojan parempaan tasoon voida tutkimukseni mukaan kiistää.

Tulevan kannalta on mielenkiintoista nähdä, onko välittäjien ns. kolmitasaisen järjestelmän olemassaololla vaikutuksia sijoittajansuojan tasoon merkittävämminkin. Tällaisella tutkielmassa käsittelyllä kolmitasoisella järjestelmällä viitataan siihen, että tämän hetkisen lainsäädännön valossa joukkorahoitusta on mahdollista välittää kolmessa eri toimintamuodossa: rekisteröityneenä, toimiluvallisena tai ns. kansallisen toimiluvan saaneena (SipAL:n 1 luvun 3 §:n 1 momentin 1 kohdan mukainen toimija). Toistaiseksi rajoitetun toimiluvan omaavat välittäjät eivät noudata joukkorahoitusta välittäessään sijoituspalvelulakia kovinkaan laajasti, jolloin sen tarjoama sijoittajansuoja ei ole verrattavissa täyden



toimiluvan välittäjien tarjoamaan suojaan. Tilannetta monimutkaistaa se, että sijoituspalvelulain mukaan tällaisen rajatun toimiluvan saaneen välittäjän velvollisuuskenttää sijoituspalvelulain noudattamiselle on todetun mukaisesti laajennettu sijoittajansuojan parantamiseksi, mutta tällaista muutosta ei ole otettu millään tavalla huomioon joukkorahoituslaissa. Kuitenkin sen tarkempi arviointi, millaisia vaikutuksia tällaisella joukkorahoitus- ja sijoituspalvelulain välisellä erolla koskien SipaL:n 1 luvun 3 §:n 1 momentin 1 kohdan osoittamien henkilöiden velvollisuuksia voi sijoittajansuojan kannalta pitkällä tähtäimellä olla, vaatisi pidemmän aikavälin tarkkailua ja erillisen tutkielman laadintaa.

Näkemykseni mukaan olisikin syytä pohtia, onko rajoitettu toimilupavaatimus joukkorahoituksen välittämisen kannalta olennainen vai voitaisiinko siitä siirtyä joko täyden toimiluvanvaatimukseen tai takaisin pelkkään rekisteröintivaatimukseen. Sen syvempi arviointi, millaisia vaikutuksia täyden toimiluvan välittäjien ja rajoitetun toimiluvan välittäjien välisellä sijoituspalvelulain noudattamisvelvollisuuden laajuudella joukkorahoituksen sijoittajansuojan kannalta on, vaatii myös lisätutkimusta, eikä siihen pystytä kovin laajasti vielä antamaan arviota. On silti selvää, että mitä laajemmin välittäjä on sidottu lain noudattamiselle, sitä paremmin asiakkaiden asema on turvattu. Tämän vastapuolena on kuitenkin lain sisällön ymmärrettävyyden monimutkaistuminen, minkä voidaan myös joukkorahoituslain tilanteessa katsoa tapahtuneeksi. Vaikka rajoitettu toimilupa onkin otettu osaksi sijoituspalvelulakia erityisesti joukkorahoituksen välittäjien kevyemmäksi sääntelyksi, monimutkaistaa se merkittävästi välittämisen kokonaisuutta kaikkien rahoitusosapuolien kannalta.

Joukkorahoituksen ja sen sääntelyn tulevaisuuden kannalta merkityksellistä on se, mil-laiseksi joukkorahoituksen suosio kansallisesti ja kansainvälisesti muodostuu, kun EU toteuttaa sen vuonna 2018 ilmi tulleen tavoitteen luoda EU-tasoinen sääntelykokonaisuus joukkorahoituksen välittäjille. Tämän asetuksen säätämistarkoituksena on ollut mahdollistaa palveluntarjoajan toiminnan laajentaminen muihin Euroopan maihin siten, että kaikki tarjoajat noudattaisivat toiminnassaan yhtäläisiä sääntöjä. Tällä hetkellä palvelu-alustojen toiminnan laajentamisen esteenä on pitkälti ollut jäsenvaltioiden kansallisen

lainsäädännön eroavaisuus, mikä tällä EU:n suunnittelemalla säännöstöllä pyritään poistamaan.<sup>146</sup> Sijoittajansuojan kannalta tämän EU-asetuksen voimaan pano on merkityksellinen, asetuksen sisältäessä erillisen luvun, jonka pyrkimyksenä on sijoittajansuojan turvaaminen mm. tiedonantovelvollisuuteen, asiakkaiden tappionsietokyvyn ja näiden sijoitustietämyksen arvioinnin vaatimuksilla. Varmaksi voitaneen siis sanoa, että joukkorahoituksen kasvuedellytykset ovat olemassa, ja alan suosio nousee entisestään tulevaisuudessa, kun kauan odotettu sijoittajien suojaamiseen keskittyvä EU-tasoinen sääntely saadaan osaksi joukkorahoitustoiminnan sääntelyä.

---

<sup>146</sup> Euroopan Komissio 2018: 3–4

## Lähteet

- Agrawal, A. K., Catalini, C. & Goldfarb, A. (2013). Some simple economics of crowdfunding. *Innovation Policy and the Economy*, 14 (1), 63-97. Noudettu 2019-09-08 osoitteesta <https://www.nber.org/papers/w19133.pdf>
- Agrawal, A. K., Catalini, C. & Goldfarb, A. (2016). Are Syndicates the Killer App of Equity Crowdfunding? *California Management Review*, 58(2), 111-124. <http://hdl.handle.net/1721.1/>
- Asianajajaliitto (2017). *Lausunto joukkorahoituslain muutosehdotuksesta*. Valtioneuvosto. Noudettu 2020-01-18 osoitteesta [https://api.hankeikkuna.fi/asiakirjat/ff5a0767-1e2c-4a1f-b5db-0fb3376c2780/4472e235-2b37-4e9b-b544-ca3baccdd2a/LAUSUNTO\\_20170613063000.PDF](https://api.hankeikkuna.fi/asiakirjat/ff5a0767-1e2c-4a1f-b5db-0fb3376c2780/4472e235-2b37-4e9b-b544-ca3baccdd2a/LAUSUNTO_20170613063000.PDF)
- Belleflamme P., Lambert T. & Schwienbacher A. (2014). Crowdfunding: Tapping the right crowd. *Journal of Business Venturing*, 29 (5), 585-609. <https://doi.org/10.1016/j.jbusvent.2013.07.003>
- Belleflamme, P., Omrani, N. Peitz, M. (2015). The economics of crowdfunding platforms. *Information Economics and Policy*, 33, 11-28. <https://doi.org.proxy.uwasa.fi/10.1016/j.infoecopol.2015.08.003>
- Cumming, D. J., Leboeuf, G. & Schwienbacher, A. (2015). *Crowdfunding models: Keep-It-All vs. All-or-Nothing*. Noudettu 2019-12-05 osoitteesta <http://leeds-faculty.colorado.edu/Bhagat/CrowdfundingModels-KepplItAll-AllorNothing.pdf>
- Danske Bank. *MiFID – Rahoitusvälineiden markkinat -direktiivi*. Noudettu 2020-01-13 osoitteesta <https://danskebank.fi/yrityksille/sivut/mifid>

- De Buysere, K., Gajda, O., Kleverlaan, R. & Marom, D. (2012). *A framework for European crowdfunding*. Noudettu 2019-11-20 osoitteesta [http://eurocrowd.org/wp-content/blogs.dir/sites/85/2013/06/FRAMEWORK\\_EU\\_CROWDFUNDING.pdf](http://eurocrowd.org/wp-content/blogs.dir/sites/85/2013/06/FRAMEWORK_EU_CROWDFUNDING.pdf)
- Dorff, M. B. (2013). The Siren Call of Equity Crowdfunding. *Southwestern Law School*. <https://ssrn.com/abstract=2325634>
- Ekholm, R. (2017, 16. tammikuuta). *Joukkorahoitusasetus paransi sijoittajansuojaa*. Pörssisäätiö. Noudettu 2019-12-08 osoitteesta <https://www.porssisaatio.fi/blog/2017/01/16/joukkorahoitusasetus-paransi-sijoittajansuojaa/>
- ESMA (2014). Opinion: Investment-based crowdfunding. *European Securities and Markets Authority*. Noudettu 2019-10-15 osoitteesta [https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/2014-1378\\_opinion\\_on\\_investment-based\\_crowdfunding.pdf](https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/2014-1378_opinion_on_investment-based_crowdfunding.pdf)
- Euroopan Komissio (2015). *Crowdfunding Explained*. Noudettu 2019-09-17 osoitteesta [http://www.ehealthnews.eu/images/stories/pdf/crowdfunding\\_explained.pdf](http://www.ehealthnews.eu/images/stories/pdf/crowdfunding_explained.pdf)
- Euroopan Komissio (2016). *Crowdfunding in the EU Capital Markets Union*. Noudettu 2019-9-21 osoitteesta <https://ec.europa.eu/transparency/regdoc/rep/10102/2016/EN/10102-2016-154-EN-F1-1.PDF>
- Euroopan Komissio (2018). *Ehdotus: Euroopan parlamentin ja neuvoston asetukset yrityksille suunnatun joukkorahoituspalvelun eurooppalaisista tarjoajista*. Noudettu 2019-11-29 osoitteesta <https://ec.europa.eu/transparency/regdoc/rep/1/2018/FI/COM-2018-113-F1-FI-MAIN-PART-1.PDF>

Finanssivalvonta (2016). *Lausunto eduskunnan talousvaliokunnalle: Hallituksen esitys joukkorahoituslaiksi sekä eräksi siihen liittyviksi laeiksi*. Finanssivalvonta. Noudettu 2020-01-15 osoitteesta <https://www.finanssivalvonta.fi/globalassets/fi/saantely/lausunnot/2016/29042016.pdf>

Finanssivalvonta (2017). *Finanssivalvonnan asiantuntijalausunto: hallituksen esitys eduskunnalle laeiksi sijoituspalvelulain muuttamisesta ja kaupankäynnistä rahoitusvälineillä sekä eräksi niihin liittyviksi laeiksi*. Finanssivalvonta. Noudettu 2020-01-27 osoitteesta <https://www.eduskunta.fi/FI/vaski/JulkaisuMetatieto/Documents/EDK-2017-AK-155758.pdf>

Finanssivalvonta (2018a). *Joukkorahoituksen välittäjät*. Finanssivalvonta. Noudettu 2019-12-08 osoitteesta <https://www.finanssivalvonta.fi/paaomamarkkinat/joukkorahoituksen-valittajat/>

Finanssivalvonta (2018b). *Finanssivalvonnan lausunto hallituksen esityksestä laeiksi sijoituspalvelulain ja kaupankäynnistä rahoitusvälineillä annetun lain muuttamisesta sekä eräksi niihin liittyviksi laeiksi*. Finanssivalvonta. Noudettu 2020-02-18 osoitteesta [https://api.hankeikkuna.fi/asiakirjat/bb108ac3-6287-4fa1-b200-c61b9be36ab2/b99a87c4-49aa-4245-ab9d-4e2158810167/LAUSUNTO\\_20181016125000.PDF](https://api.hankeikkuna.fi/asiakirjat/bb108ac3-6287-4fa1-b200-c61b9be36ab2/b99a87c4-49aa-4245-ab9d-4e2158810167/LAUSUNTO_20181016125000.PDF)

Flittner, K. (2017, 19. lokakuuta). *Uusi EU-direktiivi tuo muutoksia sijoittajansuojaan – Mitä minun tulee tietää?* Suomen Osakesäästäjät. Noudettu 2020-01-13 osoitteesta <https://www.osakeliitto.fi/uutiset/uusi-eu-direktiivi-tuo-muutoksia-sijoittajansuojaan-mita-minun-tulee-tietaa/>

Gabison, A. G. (2015). Understanding Crowdfunding and its Regulations. *JRC Science and Policy Report*. Noudettu 2019-10-03 osoitteesta <https://publications.jrc.ec.europa.eu/repository/bitstream/JRC92482/lbna26992enn.pdf>

Hannula, A. & Kari, M. (2007). *Osakassopimukset* (1. painos). Sanoma Pro Oy. ISBN 978-951-0-31263-6

Harju, I. (2016). *Joukkorahoituksen sääntely – norminpurku, suhteellisuusperiaate ja epävarmuustekijät*. Vakuutus- ja rahoitusneuvonta 45 vuotta. Noudettu 2019-09-09 osoitteesta <https://www.fine.fi/media/julkaisut-2017/ilkka-harju-joukkorahoituksen-saantely.pdf>

HE 46/2016 vp. *Hallituksen esitys eduskunnalle joukkorahoituslaiksi sekä eräksi siihen liittyviksi laeiksi*. Noudettu 2019-10-28 osoitteesta [https://www.eduskunta.fi/FI/vaski/KasittelytiedotValtiopaivaasia/Sivut/HE\\_46+2016.aspx](https://www.eduskunta.fi/FI/vaski/KasittelytiedotValtiopaivaasia/Sivut/HE_46+2016.aspx)

HE 151/2017 vp. *Hallituksen esitys eduskunnalle laeiksi sijoituspalvelulain muuttamisesta ja kaupankäynnistä rahoitusvälineillä sekä eräksi niihin liittyviksi laeiksi*. Noudettu 2019-10-29 osoitteesta [https://www.eduskunta.fi/FI/vaski/KasittelytiedotValtiopaivaasia/Sivut/HE\\_151+2017.aspx](https://www.eduskunta.fi/FI/vaski/KasittelytiedotValtiopaivaasia/Sivut/HE_151+2017.aspx)

HE 277/2018 vp. *Hallituksen esitys eduskunnalle laeiksi sijoituspalvelulain ja kaupankäynnistä rahoitusvälineillä annetun lain muuttamisesta sekä eräksi niihin liittyviksi laeiksi*. Noudettu 2019-10-30 osoitteesta [https://www.eduskunta.fi/FI/vaski/KasittelytiedotValtiopaivaasia/Sivut/HE\\_277+2018.aspx](https://www.eduskunta.fi/FI/vaski/KasittelytiedotValtiopaivaasia/Sivut/HE_277+2018.aspx)

HE 111/2018 vp. *Hallituksen esitys eduskunnalle laiksi arvopaperimarkkinalain muuttamisesta ja eräksi siihen liittyviksi laeiksi*. Noudettu 2019-10-30 osoitteesta [https://www.eduskunta.fi/FI/vaski/KasittelytiedotValtiopaivaasia/Sivut/HE\\_111+2018.aspx](https://www.eduskunta.fi/FI/vaski/KasittelytiedotValtiopaivaasia/Sivut/HE_111+2018.aspx)

Hemer, J. (2011). A snapshot on crowdfunding. *Arbeitspapiere Unternehmen und Region*, No. R2/2011. <http://hdl.handle.net/10419/52302>

Hirvonen, A. (2011). *Mitkä metodit? Opas oikeustieteen metodologiaan*. Helsinki 2011.

Noudettu 2019-06-17 osoitteesta [https://helda.helsinki.fi/bitstream/handle/10138/225264/hirvonen\\_mitka\\_metodit.pdf?sequence=1&isAllowed=y](https://helda.helsinki.fi/bitstream/handle/10138/225264/hirvonen_mitka_metodit.pdf?sequence=1&isAllowed=y)

Husa, J. & Pohjolainen T. (2014). *Julkisen vallan oikeudelliset perusteet* (4. painos). Alma Talent. ISBN: 978-952-14-2186-0.

Invesdor (2015, 27. tammikuuta). Riskivaroitus. Noudettu 2019-12-18 osoitteesta <https://home.invesdor.com/fi/risk-warning>

Invesdor (2017, 5. heinäkuuta). Mitä on joukkorahoitus? Noudettu 2019-12-16 osoitteesta <https://home.invesdor.com/fi/mita-on-joukkorahoitus>

Joukkorahoitusyhdistys ry (2019). *HE 277/2018 vp TaV 09.01.2019 puheenjohtaja Lasse Vuola, Joukkorahoitusyhdistys ry Asiantuntijalausunto*. Eduskunta. Noudettu 2020-02-05 osoitteesta <https://www.eduskunta.fi/FI/vaski/JulkaisuMeta-tieto/Documents/EDK-2019-AK-235722.pdf>

Kallio, A. & Vuola, L. (2018). *Joukkorahoitus* (1. painos). Alma Talent Oy. ISBN 978-952-14-3184-5.

Kirby, E. & Worner S. (2014). *Crowd-funding: An Infant Industry Growing Fast. Staff Working Paper of the IOSCO Research Department*. Noudettu 2019-11-30 osoitteesta <https://memofin-media.s3.eu-west-3.amazonaws.com/uploads/library/pdf/Crowd-funding-An-Infant-Industry-Growing-Fast%5b1%5d.pdf>

Kivistö, T. (2015). *Epäsymmetrinen informaatio joukkorahoitusmarkkinoilla* [pro gradu, Turun Kauppakorkeakoulu]. Utupub. <http://urn.fi/URN:NBN:fi-fe2015092213684>

Knüpfer, S. & Puttonen V. (2018) *Moderni rahoitus* (10. painos). Alma Talent Oy ja tekijät. ISBN 978-952-14-3434-1

Marks, H. (2018, 19. joulukuuta). *What Is Equity Crowdfunding?* Forbes.com. Noudettu 2019-10-09 osoitteesta <https://www.forbes.com/sites/howard-marks/2018/12/19/what-is-equity-crowdfunding/#24545d123b5d>

Neelavathi, K. & Chavali, S. A Study on Crowd Funding as a new concept of raising capital. *IOSR Journal of Business and Management*, 3, 61-66. Noudettu 2019-10-17 osoitteesta <http://www.iosrjournals.org/iosr-jbm/papers/Conf.17037-2017/Volume-3/11.%2061-66.pdf>

Nieminen, M. (2019, 20. heinäkuuta). *Onko listaamattomiin yhtiöihin sijoittaminen kannattavaa?* Salkunrakentaja. Noudettu 2019-11-15 osoitteesta <https://www.salkunrakentaja.fi/2019/07/onko-listaamattomiin-yhtioihin-sijoittaminen-kannattavaa/>

Nousiainen, S. & Sundberg, S. (2013). *Sijoituspalveluopas* (2. painos). Finanssi- ja vakuutuskustannus Finva. ISBN 978-952-5684-48-8

Nylander, A. (2018). *Sijoittajansuojan toteutuminen osakepohjaisessa joukkorahoituksessa toimintakohtaiset edellytykset huomioon ottaen* [pro gradu, Helsingin yliopisto]. Helda. <http://urn.fi/URN:NBN:fi:hulib-201806192732>

Ordanini, A., Micelli, L., Pizzetti, M., & Parasuraman, A. (2011). Crowd-funding: Transforming customers into investors through innovative service platforms. *Journal of Service Management*, 22(4), 443-470. <http://dx.doi.org.proxy.uwasa.fi/10.1108/09564231111155079>



- Peltonen, M. (2018). *MiFID II -direktiivin vaikutus kaupankäyntiin listaamattomilla arvopapereilla sijoituspalveluyritysten näkökulmasta* [pro gradu, Tampereen yliopisto]. Trepo. <http://urn.fi/URN:NBN:fi:uta-201802211282>
- Pietarila, P. (2014, 20. elokuuta). *Joukkorahoitus on saamassa suitset*. Kauppalehti. Noudettu 2019-11-28 osoitteesta <https://www.kauppalehti.fi/uutiset/joukkorahoitus-on-saamassa-suitset/19a5a728-0b05-3f21-9198-05866ee6e234>
- Pääomasijoittajat (2018). *Näin haet pääomasijoitusta - opas yrittäjille*. Noudettu 2019-12-02 osoitteesta <https://paaomasijoittajat.fi/wp-content/uploads/2018/02/Nain-haet-paaomasijoitusta-opas-yrittajalle.pdf>
- Schwiebacher A. & Larralde B. (2010) Crowdfunding of Small Entrepreneurial Ventures. *Handbook of Entrepreneurial Finance*. Noudettu 2019-12-13 osoitteesta [https://www.researchgate.net/publication/228252861\\_Crowdfunding\\_of\\_Small\\_Entrepreneurial\\_Ventures](https://www.researchgate.net/publication/228252861_Crowdfunding_of_Small_Entrepreneurial_Ventures)
- Startups.com (2018, 4. joulukuuta). *Key Crowdfunding Statistics*. Startups.com. Noudettu 2020-03-13 osoitteesta <https://www.startups.com/library/expert-advice/key-crowdfunding-statistics>
- Suomen Pankki (2011). *Finanssikriisin vaikutuksista Suomen talouteen*. Suomen Pankki: Rahapolitiikka- ja tutkimusosasto. <http://urn.fi/URN:NBN:fi:bof-20140807703>
- Suomen Pankki (2019). *Yksityishenkilöille myönnettyjen vertaislainojen määrät kasvoivat edelleen*. Suomen Pankki. Noudettu 2019-12-05 osoitteesta [https://www.suomenpankki.fi/fi/Tilastot/Joukkorahoitus-ja-vertaislainaus/tiedotehistoria\\_/2019\\_b/yksityishenkilöille-myonnettyjen-vertaislainojen-maarat-kasvoivat-edelleen2/](https://www.suomenpankki.fi/fi/Tilastot/Joukkorahoitus-ja-vertaislainaus/tiedotehistoria_/2019_b/yksityishenkilöille-myonnettyjen-vertaislainojen-maarat-kasvoivat-edelleen2/)

- Turtiainen, M. (2016). Näkökulmia joukkorahoituksen sääntelyyn. Teoksessa U-M. Mylly, P. Nyström & T. Viinikka (toim.), *Oikeuden ja talouden rajapinnassa* (s. 249-265). Edita Helsinki. Noudettu 2019-12-08 osoitteesta <https://www-edilex-fi.proxy.uwasa.fi/artikkelit/16292.pdf>
- Turtiainen, M. (2018). *Sijoituspalvelut ja asiakas* (1. painos). Alma Talent Oy. ISBN 978-952-14-3541-6.
- Valaja, E. (2015). *Oman pääoman ehtoinen joukkorahoitus ja huomioitavat oikeudelliset seikat rahoitusta hakevan yrityksen näkökulmasta* [pro gradu, Tampereen yliopisto]. Trepo. <http://urn.fi/URN:NBN:fi:uta-201507202135>
- Valanciene, L. & Jegeleviciute, S. (2013). Valuation of crowdfunding: benefits and drawbacks. *Economics and Management* 2013, 18 (1), 39-48. <https://doi.org/10.5755/j01.em.18.1.3713>
- Valtiovarainministeriö (2015). *HE-luonnos: Hallituksen esitys eduskunnalle joukkorahoituslaiksi sekä laeiksi eräiden muiden lakien muuttamiseksi*. Noudettu 2019-11-12 osoitteesta <https://vm.fi/documents/10623/1415631/Yleisperustelut/24505d17-9193-473f-a79c-063f5c575fb0>
- Valtiovarainministeriö (2016a). *Miksi tarvitaan joukkorahoituslaki?* Noudettu 2019-9-21 osoitteesta [https://valtioneuvosto.fi/artikkeli/-/asset\\_publisher/10623/miksi-tarvitaan-joukkorahoituslaki-](https://valtioneuvosto.fi/artikkeli/-/asset_publisher/10623/miksi-tarvitaan-joukkorahoituslaki-)
- Valtiovarainministeriö (2016b). *Joukkorahoituslailla uusia rahoitusmahdollisuuksia yritysten kasvuun*. Valtiovarainministeriö. Noudettu 2019-10-01 osoitteesta [https://vm.fi/artikkeli/-/asset\\_publisher/joukkorahoituslaki-tuo-toimialalle-kevytta-saantelya](https://vm.fi/artikkeli/-/asset_publisher/joukkorahoituslaki-tuo-toimialalle-kevytta-saantelya)

- Valtiovarainministeriö (2017). *HE 151/2017 vp TaV 07.12.2017 valtiovarainministeriö Asiantuntijalausunto*. Eduskunta. Noudettu 2020-01-28 osoitteesta <https://www.eduskunta.fi/FI/vaski/JulkaisuMetatieto/Documents/EDK-2017-AK-161766.pdf>
- Wiltens, R. A. (2016). *Liquidity and crowdfunding*. Invesdor.com. Noudettu 2019-10-17 osoitteesta <https://home.invesdor.com/en/blog/2016/8/12/liquidity-and-crowdfunding>
- Wong, A., Bhatia, M. & Freeman, Z. (2009). Angel finance: the other venture capital. *Strategic Change*, 18, 221-230. <https://dx.doi.org/10.2139/ssrn.941228>
- Yle (2019, 2. syyskuuta). *Joukkorahoituskampanja onnistui: muotiyhtiö Samuji on välttämässä konkurssin*. Yle Uutiset. Noudettu 2020-03-02 osoitteesta <https://yle.fi/uutiset/3-10950570>